



UNIVERSITÀ  
DI SIENA  
1240

**QUADERNI DEL DIPARTIMENTO  
DI ECONOMIA POLITICA E STATISTICA**

**Sergio Cesaratto**

Una nessuna centomila – Le molte verità di Target2

**n.751 – Aprile 2017**



### **Abstract**

*Questo saggio è indirizzato principalmente (ma non esclusivamente) a un pubblico non-accademico, e in questo senso è un proseguo delle [Sei lezioni](#), anche nello stile. Metto tuttavia questo pubblico (e non solo) a dura prova. Le note sono utilizzabili anche a scopo didattico. Dopo aver spiegato cos'è Target 2, si fanno tre casi in cui insorgono passività Target 2, mostrando come queste ultime abbiano la natura economica di un debito. Per questa ragione, nel caso di un'uscita di un Paese dall'euro (o di una rottura di quest'ultimo) e di una mancata regolazione di quelle passività, i Paesi creditori subirebbero una perdita nella loro ricchezza nazionale netta. Questo non vuol dire che questi debiti non possano diventare oggetto di negoziazione, anzi questo sarebbe molto probabile. Una appendice contiene una rassegna critica di alcuni interventi sulla stampa e in rete relativi alle recenti dichiarazioni di Draghi in merito. Commenti e integrazioni sui probabili errori e imprecisioni sono più che benvenuti. "Se mi sbaglio mi corrigerete"*

**Jel classification:** E11, E12, E42, E52, F32, F33, F34, F36, N24

**Sergio Cesaratto**, DEPS, USiena – [sergio.cesaratto@unisi.it](mailto:sergio.cesaratto@unisi.it)

*“I saldi Target ...hanno trasformato la Germania nel ‘negozio della cuccagna’, un negozio dove si può tranquillamente comprare e segnare tutto sul conto, senza dover mai pagare la fattura al proprietario” (H.W.Sinn, 2017)\**

Ho visto le menti migliori della mia generazione rompersi la testa su Target 2 (T2). Che una piattaforma elettronica su cui si svolgono le nostre operazioni di pagamento bancarie possa assurgere da arcani manuali tecnici alle pagine dei quotidiani, sembra sorprendente. L’ha fatto nel 2011, quando il più influente economista tedesco, Werner Sinn, sollevò la questione, e di nuovo recentemente dopo alcune dichiarazioni di Draghi (2016).<sup>1</sup> Anche un bambino può capire cos’è T2; più complesso è interpretare il suo ruolo in una unione monetaria in tempi di crisi (e il rischio per tutti di dire sciocchezze è elevato).<sup>2</sup>

### **1. Fino a qui ci arriva anche un bambino**

T2 è una piattaforma elettronica al servizio di un principio base di un’unione monetaria: la moneta bancaria (i nostri depositi bancari) deve poter essere liberamente trasferita fra tutte le banche dell’unione, un *social network* dei depositi insomma. Mi dicono che abbia spiegato T2 egregiamente nelle *Sei lezioni* (Approfondimento B). Ma *repetita juvat*, e qui ci porremo ulteriori problemi.

La prima cosa da capire è che c’è una **gerarchia delle monete**. Ogni soggetto utilizza una moneta emessa da un ente di livello superiore. I **privati** (noi) utilizziamo moneta bancaria - trasferendo fondi dal nostro conto corrente (c/c) a quelli di altri - o banconote emesse dalla banca centrale. In genere, nessuno si fiderebbe di essere pagato con moneta (una promessa di pagamento o pagherò) emessa da altri privati – anche se questo accade talvolta fra soggetti fra i quali v’è

---

\* Ringrazio Eladio Febrero, Massimo D’Antoni, Gianni Bonaiuti, e soprattutto Ernesto Screpanti per alcuni preziosi suggerimenti; Mario Nuti, Massimo Pivetti, Paolo Savona e Piergiorgio Gawronski per l’incoraggiamento. Resto ovviamente responsabile degli errori interpretativi ed espositivi.

<sup>1</sup> La lettera di Draghi è allegata in fondo.

<sup>2</sup> Citerò spesso il mio amico [blogger Ramanan](#), il quale ha capito molto bene Target 2. Da economista Kaldoriano conosce ottimamente la bilancia dei pagamenti.

fiducia.<sup>3</sup> Le **banche** effettuano i pagamenti fra di loro con moneta emessa dalla banca centrale: come noi abbiamo c/c presso le banche commerciali, queste ultime detengono c/c presso le rispettive banche centrali nazionali (BCN), detti “conti di riserva e regolamento” dove è registrata la moneta elettronica emessa dalla banca centrale (le riserve). I pagamenti interbancari avvengono attraverso il trasferimento di riserve.<sup>4</sup> Le **banche centrali** regolano i reciproci pagamenti con moneta internazionale, valute emesse da banche centrali particolarmente affidabili – quindi in dollari, euro, franchi svizzeri ecc.). *Ma professore, e le banche centrali all'interno dell'UME (Unione Economica e Monetaria Europea)?* Uh, di nuovo lei. Bentornata! Bene, le BCN dell'UME si devono reciprocamente fidare, per cui regolano i trasferimenti dei fondi con delle promesse di pagamento (senza scadenza, peraltro, come si conviene in famiglia). Vedremo meglio fra poco. Vediamo due esempi concreti, facendo uso delle nozioni ora apprese.

**Per cominciare.** Quando noi effettuiamo un pagamento dalla banca A alla banca B (un bonifico per esempio), il denaro non è trasferito con un furgone portavalori, bensì elettronicamente fra i rispettivi conti di riserva e regolamento presso la Banca d'Italia (BdI) (che è una “succursale” della BCE nell'ambito dell'**Eurosistema**). Il trasferimento del nostro denaro avviene cioè col trasferimento di “riserve” dal conto di riserva della banca A al conto di riserva della banca B. T2 è la piattaforma elettronica che gestisce questi pagamenti. Le banche devono sempre avere “riserve” nel loro conto per poter effettuare i pagamenti per nostro conto (in alcuni sistemi l'ammontare di riserve è regolato dalla banca centrale: così per esempio nell'UME vi sono riserve obbligatorie, nel Regno Unito no). Se le banche ne sono a corto, esse possono chiederle in prestito ad altre banche che ne hanno in eccesso, o alla banca centrale dandole dei titoli a garanzia.

Cosa abbiamo capito: i nostri pagamenti dal c/c implicano un corrispondente trasferimento di riserve fra le banche coinvolte, e questo si svolge via T2.

### 1.1. Una vita da ragioniere

Vediamolo con le T-balances (o stati patrimoniali) di cui vi prego di impraticirvi. A sinistra ci sono le attività e destra le passività.

---

<sup>3</sup> Per esempio, quando regaliamo un “buono libri”, doniamo un “pagherò” (una promessa di pagamento) emessa da una libreria con il quale quest'ultima s'impegna a consegnare libri al portatore del titolo. Se non lo facesse ne perderebbe in reputazione.

<sup>4</sup> Si osserverà che la banca centrale emette dunque due tipi di moneta: le banconote e le riserve – queste ultime utilizzate solo dalle banche commerciali.

Assets	Liabilities

Amici ragionieri, spero di non sbagliare. Si applica la logica della partita doppia (o *double-entry bookkeeping* come la chiamano gli anglosassoni, una magnifica invenzione italiana): ogni scrittura in attivo ne implica una in passivo, oppure la cancellazione di un'altra posta dell'attivo. Per esempio, se un'impresa acquista un'auto aziendale ne iscrive il valore nell'attivo (è un bene che entra nel patrimonio), ma al contempo depennerà dal valore del conto corrente bancario, anch'esso registrato in attivo, un valore corrispondente. Si può scrivere così:

<u>Attività</u>	<u>Passività</u>
<del>100€ c/c</del> + 100€ auto	

oppure così:

<u>Attività</u>	<u>Passività</u>
-100€ c/c + 100€ auto	

Useremo un po' tutte e due le notazioni.

Se l'automobile è stata acquistata con un prestito bancario (una passività), la scrittura è la seguente:

<u>Attività</u>	<u>Passività</u>
+ 100€ auto	+100€ prestito bancario

Non mi ricordo altro di ragioneria, ma la partita doppia mi piacque assai (più del diritto privato, di cui non capivo nulla, ma per fortuna non era obbligatorio): ha una logica che non ti tradisce mai. Dopo questo corso di ragioneria in 30 secondi, poiché ci interessano le T-balances delle banche, si noti che: i depositi bancari sono una passività per le banche - soldi che le banche devono ai clienti - e le riserve un'attività - liquidità che le banche detengono presso la banca centrale. Di conseguenza, le riserve sono una passività per la banca centrale emesse a favore delle banche

commerciali in cambio di garanzie, titoli di credito spesso definiti (anche dalla Banca d'Italia) come "collaterale". Nelle normali operazioni di rifinanziamento con cui la banca centrale crea liquidità (banconote e riserve), il collaterale è costituito da titoli acquisiti in via temporanea e restituiti al termine dell'operazione, quando la banca commerciale restituisce il *conquibus*.<sup>5</sup> La BCE può tuttavia acquistare titoli anche in via definitiva (*Outright monetary transactions*).<sup>6</sup> La banca centrale emette anche banconote in cambio di garanzie, banconote che poi le banche commerciali girano a noi quando ritiriamo contanti dai nostri depositi.

Banca Centrale		Banca Commerciale	
<i>Attività</i>	<i>Passività</i>	<i>Attività</i>	<i>Passività</i>
Operazioni di	Banconote	Riserve	Depositi
rifinanziamento	Riserve (dep.	Banconote	
(su titoli in	delle banche	Crediti	
garanzia)	comm.)		

## 1.2. Paolo e Francesca

Se dunque Paolo trasferisce 100 euro dal suo conto a MPS a Francesca che ha il conto a Unicredit, la Banca d'Italia trasferisce un corrispettivo di riserve da MPS a Unicredit (tavola 1). A questo punto Unicredit ha acquisito un nuovo deposito di 100 € e riserve per 100 €. Applicando il coefficiente di riserva obbligatoria, attualmente all'1% (dal gennaio 2011, in precedenza era del 2%), Unicredit ha un eccesso di riserve di 99 € (un euro le serve come riserva per il nuovo deposito). Simmetricamente MPS ha perso un deposito per 100 € e riserve per 100 €, e ha dunque

<sup>5</sup> Tecnicamente parliamo di operazione pronti contro termine, o *repurchase agreement* (repo) in inglese. Due sono le principali: *Main refinancing operations*, di durata settimanale, e *Longer term refinancing operations* (LTRO) di durata superiore. I titoli a garanzia vengono valutati dall'Eurosistema in modo da tener conto del loro valore effettivo di mercato, subiscono così delle sforbiciate nella valutazione (*haircut*). Per esempio, un rifinanziamento di 100€ può richiedere garanzie di titoli dal valore facciale di 130€, con un *haircut* di circa il 30%.

<sup>6</sup> Il *Securities Markets Programme* (2010-2012) e *Asset Purchase Programme* (APP) (2015-?) meglio noto come *Quantitative Easing* (QE) ne sono esempi; così come l'implementazione massiccia dell'acquisto di titoli pubblici sotto attacco minacciata da Draghi col famoso discorso del luglio 2012. L'operazione prese il nome di *Outright monetary transactions*, che però tecnicamente denota tutte queste operazioni. La BCE detiene altri *asset* in via definitiva, in particolare oro e valute di riserva contro i quali ha emesso liquidità (v. **appendice 1** per approfondimenti)

un difetto di riserve di 99 €. Normalmente le due banche si scambieranno le riserve nel mercato interbancario, come mostrato nella tavola 1.<sup>7</sup>

		Banca d'Italia			
			-100 R (MPS)		
	1° step		+100 R (Unicredit)		
	2° step		+99 R (MPS)		
			-99 R (Unicredit)		
		MPS		UNICREDIT	
1° step	-100 R	-100 D (Paolo)		+100 R	+100 D (Francesca)
2° step	+99 R	+99 (prestito da Unicredit)		-99 R	+99 (prestito a MPS)
legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari					

**Tavola 1**

### 1.3. Paolo e Kathrin

Un po' più complicato, ma non tanto, è il caso di pagamenti fra due paesi dell'eurozona (tavola 2). In questo caso quando Paolo effettua un bonifico di 100€, per esempio, da *Intesa* alla *Deutsche Bank* (DB) - perché paga qualcosa acquistato presso Kathrin in Germania o semplicemente trasferisce capitali sul suo c/c presso la DB – Intesa chiede alla Banca d'Italia (BdI) di effettuare il necessario trasferimento di riserve dal proprio conto di riserva a quello della DB. Ma quest'ultima ha il proprio conto di riserva presso la Bundesbank (Buba) e la BdI non è quindi autorizzata ad effettuare l'accredito. Quindi, da un lato, la BdI cancella 100 dal conto di riserva di Intesa e, dall'altro, chiede alla Buba (anzi, più correttamente, ordina alla Buba che è tenuta a farlo) di accreditare 100€ di riserve alla DB. In cambio la Buba ottiene una scrittura contabile che si chiama "attivo Target 2" per 100€ presso la BCE, a fronte del quale vi è un "passivo Target 2" della BdI. Tutto questo funziona in automatico.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> E' banale osservare come le riserve presenti nel sistema siano adeguate al complesso dei depositi, ma maldistribuite.

<sup>8</sup> Così il *Manuale della Bilancia dei pagamenti* della Banca d'Italia (2016, p. 50):

			BCE					
			+ 100 T2	+ 100 T2				
		Banca d'Italia	(Bdl)	(Buba)	BUNDESBANK			
		-100 R			+100 T2	+100 R		
		+ 100 T2						
MPS							Deutsche Bank	
-100 R	-100 D						+100 R	+100 D
	(Paolo)							(Kathrin)
<i>legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari; RU riserve ufficiali, tutto in €</i>								

**Tavola 2**

Ma prof, la DB non si trova ora in eccesso di riserve e il MPS in difetto? Sì, e normalmente DB presterà il suo eccesso a MPS. Ci torniamo sopra a breve nell'ambito di un altro esempio.

## 2. Fu vero debito? La verità economica

Questi attivi e passivi Target 2 sono veri crediti e debiti? Cioè la Bdl deve davvero qualcosa alla BCE, e la Buba deve avere qualcosa dalla BCE? Qui le interpretazioni divergono. La [posizione di Draghi](#) non lascerebbe adito a dubbi: di debiti si parla. "Se un Paese lasciasse l'Eurosistema, i crediti e le passività della sua Banca centrale nazionale nei confronti della Bce dovrebbero essere regolati integralmente" ha dichiarato il Presidente della BCE, rispondendo al quesito dei due eurodeputati Valli e Zanni, subito applaudito dagli ultrà dell'euro (la lettera di Draghi è in allegato). Eh no, hanno replicato i **negazionisti**, quella roba lì sono memorie contabili che Bdl e Buba hanno dovuto registrare nella gestione dei pagamenti. Se un paese con delle passività esce, nulla è

---

"i pagamenti transfrontalieri in euro dei settori bancari nazionali dell'area dell'euro o delle relative BCN vengono eseguiti mediante il sistema di pagamento comune TARGET2. Quando una banca effettua un pagamento transfrontaliero a favore di un'altra banca, questo viene addebitato sul conto corrente della banca pagante presso la propria BCN e accreditato su quello della banca ricevente presso la rispettiva BCN. La BCN della banca pagante registra pertanto una diminuzione nel conto della banca presso di essa e la BCN della banca destinataria registra specularmente un aumento nel conto della banca destinataria. Tali posizioni corrispondono a una passività sul sistema TARGET2 per la prima BCN e a un'attività per la seconda.

Variazioni di passività e attività su TARGET2 possono derivare anche da operazioni transfrontaliere fra le stesse BCN, come la compravendita di titoli. A fine giornata le attività e passività vengono aggregate e compensate a livello di Eurosistema. Questo processo dà luogo per ciascuna BCN a una singola posizione netta bilaterale nei confronti della BCE, sotto forma di un saldo TARGET2 positivo o negativo."



dovuto, e in particolare nulla è dovuto alla Bundesbank in quanto, parole della Bdl, “l’ampliamento dei saldi T2...non rappresenta l’erogazione di un finanziamento diretto fra i due paesi” (citata da [Fazi](#)), dunque nessuna obbligazione bilaterale. Giustissimo, infatti le obbligazioni sono verso la BCE.

Proviamo ora a vedere la verità economica se si tratta di veri debiti o meno (fra Paesi). Non giurerei che questa sia la verità giuridica o quella dei negazionisti. Le verità sono forse molte, economica (anzi, ragioneristica), giuridica e, soprattutto, politica.

Facciamo tre casi: (i) una transazione commerciale; (ii) una uscita di capitali (effettuata da residenti e da non-residenti, rispettivamente); (iii) il ruolo del’ *Asset Purchase Programme* (APP), il [quantitative easing](#) (QE) marca europea (evocato dalla lettera di Draghi).

## 2.1. Lo strano caso del frigo Bosch.



Supponiamo che Athanasios acquisti un frigo Bosch stipulando un prestito con una banca greca, Alpha Bank. Seguendo la logica della moneta endogena (se n’è parlato a lungo nelle [Sei lezioni](#), cap. 4), Alpha Bank, crea un prestito di 1000€ a favore di Athanasios, intestandogli un deposito di 1000€.

Alpha Bank	
+1000	+1000 D
(Prestito ad Athanasios)	(Athanasios)

Successivamente Athanasios ordina il pagamento alla Bosch. La Alpha Bank gli cancella 1000€ dal deposito (tavola 3). Il pagamento a favore della Bosch è da ultimo effettuato dalla Bundesbank, che accredita 1000€ nel conto di riserva della DB che li accredita a sua volta sul deposito della Bosch.

				BCE					
				+1000 T2	+1000 T2				
		Bank of Greece	(BoG)	(Buba)	Bundesbank				
		-1000 R			+1000 T2	+1000 R			
		+1000 T2							
Alpha Bank								Deutsche Bank	
-1000 R	-1000 D							+1000 R	+1000 D
	(Athanasios)								(Bosch)

**Tavola 3**

A tutti gli effetti, quel frigo l'ha pagato la Buba - che ha creato euro a favore della Bosch<sup>9</sup> - ricevendo un "claim" su T2, a fronte del quale la Bank of Greece ha una corrispondente passività T2. Dunque nella sostanza (se non alla lettera) ai saldi T2 positivi della Germania corrisponde un prestito di questo Paese ai partner deficitari, avendo effettuato per loro un pagamento per un bene tedesco. Non so cosa ne pensino i negazionisti, ma un debito è un debito è un debito. A tutti gli effetti, infatti, attività e passività Target 2 entrano nella Posizione patrimoniale verso l'estero di un Paese, che secondo il glossario della Banca d'Italia, "mostra, a una certa data, la consistenza delle attività e delle passività finanziarie di un paese verso il resto del mondo" e contribuiscono dunque a determinare la Posizione (patrimoniale) netta sull'estero di un Paese, la differenza fra quelle attività e passività finanziarie.<sup>10</sup> Come ci ricorda Ramanan (2012a):

<sup>9</sup> Chiariamoci, dal punto di vista dell'Eurosistema alla creazione di riserve a favore della DB ha corrisposto una distruzione di riserve per la Alpha Bank, e nel complesso l'ammontare di riserve è invariato. Se tuttavia continuiamo a pensare all'Eurosistema come un'unione monetaria ibrida, dunque composta da paesi diversi, allora la Bundesbank sta effettuando un pagamento, creando euro, a favore della Bank of Greece, verso la quale matura un credito. Più avanti, in un box, ci domanderemo se qualcosa muta se le BCN fossero state abolite. La risposta sarà negativa.

<sup>10</sup> Ramanan (2016) cita a tal riguardo il Manuale della BdP del FMI:

"The IMF's guide *BPM6* says in Appendix 3 that these intra-Eurosystem claims (the TARGET2 balances) are to be recorded in *Other Investment*: ...

A3.46 Transactions and positions corresponding to claims and liabilities among CUNCBs and the CUCB (including those arising from settlement and clearing arrangements) are to be recorded for the central bank under other investment, currency and deposits or loans (depending on the nature of the claim) in the balance of payments and IIP [International Investment Position] of member economies. ... Remuneration of these claims and liabilities is to be recorded in the balance of payments of CU member economies as income on a gross basis under investment income, other investment.

where CUCB and CUNCB are abbreviations for currency union central bank and currency union national central bank, respectively." Si veda in fondo l'**appendice 2**.

“If the Bundesbank loses its TARGET claims, it is a loss for the whole nation. As the chapter 7 of the IMF’s *Balance Of Payments And International Investment Position Manual* ([BPM6](#)) says:

*The IIP is a subset of the national balance sheet. The net IIP plus the value of nonfinancial assets equals the net worth of the economy, which is the balancing item of the national balance sheet.”*

Se le passività nette T2 di un paese che esce dall’euro non fossero vero debito, a esse non corrisponderebbe una perdita patrimoniale netta per il Paese che detiene le corrispondenti attività nette T2 (parte appunto del “net worth of the economy”). Poiché questo è l’oggetto della nostra discussione, ci torneremo su.

**SuperTarget 2.** Si è detto sopra che c’è una gerarchia delle monete: due soggetti effettuano i reciproci pagamenti con una moneta emessa da un ente superiore, di cui ambedue si fidano. Le banche centrali effettuano i pagamenti reciproci in monete internazionali, ritenute affidabili e solide (esse sono anche dette monete di riserva in quanto entrano nelle riserve ufficiali delle medesime banche centrali). Attività e passività Target 2 sono state così assimilate a riserve ufficiali (obbligatoriamente) accettate dalle BCN dell’Eurosistema: si paga emettendo passività Target 2, si è pagati accettando attività Target 2. In fondo emettere una passività Target 2 è come emettere una promessa di pagamento, un pagherò (pur senza scadenza). E se ne possono emettere ad libitum: “It has been argued that Target balances would then be similar to quasi-unlimited foreign exchange reserves” (Cour-Thimann 2013, p. 17; Durand e Villemot 2016, pp. 32-3). Naturalmente questo fa parte del funzionamento di un’unione monetaria, come si affrettarono a sostenere BCE, Bdl, Buba e compagnia cantando, dopo la denuncia di Sinn che i Paesi periferici avevano una *printing press* in euro. Si ammettono solo “effetti indiretti”: “in no way was there any aim to provide funds to finance current account imbalances – *these are all indirect effects*” (ibid, p. 23, mio corsivo), ma senza i quali “disorderly adjustments [of the external balances] may have arisen” (Cour-Thimann 2013, p. 24). Nei fatti, dunque, questi “effetti indiretti”, hanno consentito che nell’eurozona non esplodesse una crisi di bilancia dei pagamenti come sarebbe accaduto in un sistema di cambi fissi. Ma così Target 2 avrebbe anche rallentato quegli aggiustamenti, consentendo all’indebitamento della periferia europea di aumentare (ibidem). Non sorprende che

Werner Sinn abbia gridato “al lupo” e chiesto uno stop, o misure di austerità per impedire che si finanziassero disavanzi esterni emettendo “moneta-Target 2” (Cesaratto 2013).

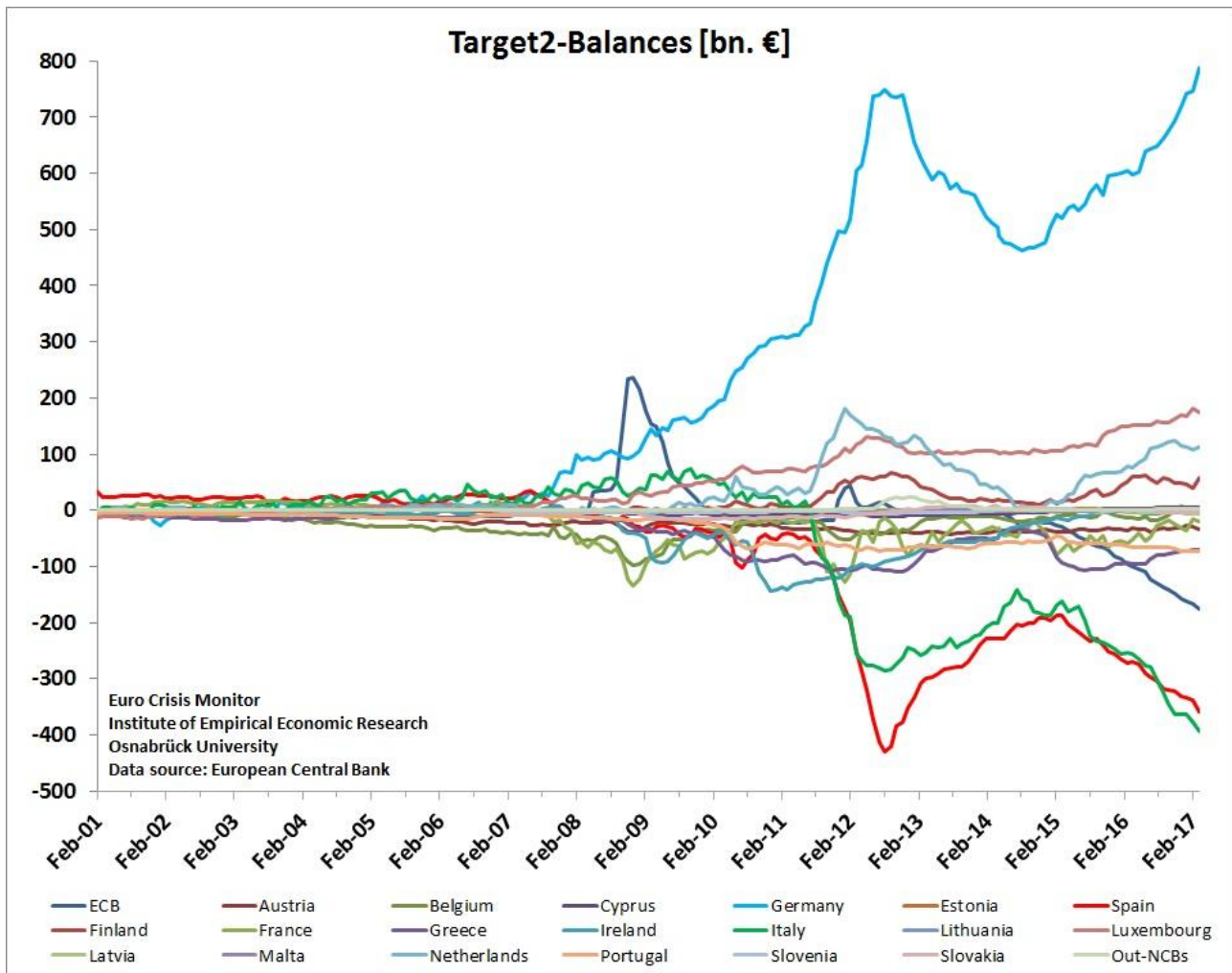
Tornando alla tavola 3, normalmente, prima della crisi, la DB che si trova con un eccesso di riserve avrebbe prestato liquidità alla Alpha Bank che ne è a corto: se c'è fiducia, se dunque il mercato interbancario funziona, la banca in eccesso presterà alla banca in difetto (tavola 4), come già sappiamo.<sup>11</sup>

			BCE				
			+1000 T2	+1000 T2			
	Bank of Greece		10 T2	10 T2	Bundesbank		
		+1000 T2	(BoG)	(Buba)	+1000 T2	+1000 R	
		10 T2 (residuo)			10 T2	10 R	
		+990 R			(residuo)	(residuo)	
Alpha Bank							Deutsche Bank
+990 R	+990						10 R (residuo)
	(prestito da DB)						+990
							(prestito a Alpha B.)
							+1000 D (Bosch)

**Tavola 4**

Questo prestito fa per così dire girare i soldi *à l'inverse*, il che praticamente annulla i saldi T2, che infatti prima della crisi erano attorno allo zero (figura 1).

<sup>11</sup> Le riserve obbligatorie sono attualmente l'1% dei depositi; la DB ha ricevuto 1000€ di riserve (dalla Buba) e un deposito di 1000€ (l'accredito alla Bosch). Ha un eccesso di 990€ di riserve. Guarda un po', la Alpha Bank ha simmetricamente perso un deposito di 1000€ (quello di Athanasios) e 1000€ di riserve (che facevano da riserva obbligatoria a un milione di euro di depositi). Le occorrono 990€ di riserve, che in tempi normali le presta la DB. Ora dovreste essere esperti su cosa accade: la DB intende dunque trasferire 990€ alla Alpha Bank. A questo scopo la Buba cancella 990€ dal conto di riserva della DB e chiede alla Bank of Greece di accreditare 990€ alla Alpha Bank. La Buba ha così 990€ di passività T2, e la Bank of Greece 990€ di "claim" T2. Al netto, la Buba ha un attivo di 10€, e la Bank of Greece un passivo di 10€. Per questo nessuno parlava di T2 in "tempi normali".



Fonte: <http://www.eurocrisismonitor.com/>

**Figura 1 – Saldi Target 2**

Non sarà sfuggito che, con il prestito interbancario, il debito da “ufficiale” T2 è diventato “privato” (da DB a Alpha Bank): che la Alpha Bank abbia ora un debito con la DB non lo negherebbe neppure il nostro amico negazionista. Notate che si è pronti a negare che i saldi T2 rappresentino veri debiti (o crediti secondo il punto di vista), ma che invece lo sono i saldi privati che possono sostituire i saldi T2: vizi privati e pubbliche virtù! In verità, come limpidamente afferma Philippine Court-Thimann, un’ autorità della BCE in merito, se il mercato interbancario è rotto ( la DB non presta l’ eccesso di riserve ad Alpha Bank), l’ intermediazione della BCE sostituisce di fatto i rapporti di debito/credito bilaterali (v. box successivo).

*Ma prof. Alpha Bank come riempie di nuovo il proprio serbatoio di riserve? Attraverso le operazioni di rifinanziamento presso la BoG, possibili sino a che ha titoli in garanzia accettati dalla BCE, la quale ha di molto allargato le maglie di accettabilità nel corso della crisi - incluso il ricorso all’ ELA (Emergency liquidity Assistance) da parte di Irlanda e Grecia. **Quindi tutta la vicenda Target 2 va***

**vista come un combinato disposto di perdita di riserve da parte dei sistemi bancari periferici e rifinanziamento da parte delle BCN - come se in cambi fissi si potessero perdere dollari *ad libitum* in quanto se ne possiede la *printing press*.** Si comprende lo scandalo di Sinn!

L'**appendice 1** illustra la relazione fra saldi Target 2 e gli stati patrimoniali delle BCN.

L'attribuzione di Cour-Thimann alla BCE di una funzione di "intermediazione" sostitutiva dei rapporti bilaterali, può essere intesa come una BCE che *nei fatti* presta lei alle banche greche l'eccesso di riserve delle banche tedesche. Pensate alla Buba come a una filiale tedesca della BCE: l'eccesso di riserve è depositato presso la Buba, mentre la BCE con le operazioni di rifinanziamento crea riserve a favore delle banche greche in difetto: è *come se* (ripeto, *as if*) la BCE intermediasse le riserve in eccesso tedesche depositate presso la sua filiale Buba a favore delle banche greche. Alla lettera non è così (godete giuristi!), ma nei fatti lo è.<sup>12</sup>

Quando si vuole comprendere un fenomeno è talvolta utile rifarsi, *mutatis mutandis*, a qualcosa di analogo e di conosciuto. Per confronto, se Athanasios avesse comprato un frigo Bosch nel 2000 (prima dell'ingresso della Grecia nell'EMU), questo avrebbe comportato un esborso da parte della

---

<sup>12</sup> Qui i passi rilevanti di Cour-Thimann e Bindseil e König (Bindseil è forse il più autorevole economista monetario della BCE):

"The emergence of Target balances within the euro area countries' balances of payments can be interpreted as the monetary authority having largely substituted for private money flows in the financing of the cumulated current account deficits of certain countries or beyond, when financial inflows reversed direction as in the case of Ireland.

Thus, the liabilities of originally private debtors in bilateral relationships reflected in the countries' positive cumulated financial accounts have been replaced by the Target liabilities of their central banks. Similarly, the claims of private creditors have been replaced by the Target claims of their central banks.

Given that the Target balance is a claim or a liability *vis-à-vis* the ECB, this means that the ECB through its increased intermediation function largely substituted for the bilateral claims and liabilities contracted in the first place between, essentially, private agents, and associated in particular with the countries' cumulated current account balances" (Cour-Thimann, 2013, p. 23).

Su linee simili Bindseil e König (2011, p.12):

"One can conclude ... that central banks became the interbank market makers after the interbank market broke down in the aftermath of the Lehman crash. The substantial increase in liquidity supplies ensured that all banks (even those which lost investor and depositor confidence but which were nevertheless sound) did not experience a damaging shortage of their liquidity coverage. The resulting excess supply of liquidity was then largely absorbed through absorbing operations, thereby creating a sort of artificial borrower side of the interbank market."

Bank of Greece di dollari o euro (che allora la Bank of Greece non poteva stampare) a favore della Bundesbank, non una scrittura contabile Target 2. (Naturalmente l'acquisto poteva essere stato anche finanziato da una banca tedesca, per esempio attraverso una sua filiale in Grecia; in questo caso Athanasios avrebbe un debito verso la filiale tedesca, a sua volta indebitata con la casa madre). Approfondiamo le analogie fra regime di cambi fissi e Target 2 nell'**Appendice 2**. E questa analogia mi serve per rispondere a una domanda che lei ha sulla punta della lingua: *Ebbene sì, professore, è questa: ma Athanasios il frigo l'ha pagato. Ma perché allora alla fine la Alpha Bank è indebitata con la DB? (oppure se il mercato interbancario è rotto, la BoG è indebitata via T2 con Buba?)*. Ha ragione a chiederlo. Rammentiamo che Athanasios ha inizialmente ottenuto un prestito dalla Alpha Bank. Siccome gli euro ottenuti in prestito finiscono da ultimo alla DB e questa, se l'interbancario funziona, li ripresta alla Alpha Bank, da ultimo è la DB che sta prestando i soldi ad Athanasios. Lo ripeto: Alpha Bank crea un prestito a favore di Athanasios, questi lo spende per importare un bene tedesco e questo implica un deposito per la Bosch (il ricavo dalla vendita del frigo) e più riserve per la DB (si riveda la tavola 3).

Si supponga che maestranze e proprietari della Bosch risparmino quei ricavi.<sup>13</sup> Quando la DB presta l'eccesso di riserve alla Alpha Bank (tavola 4), sta nei fatti prestando i risparmi della Bosch ad Athanasios. E' questo che intendiamo quando diciamo che un Paese mercantilista sostiene con dei prestiti le proprie esportazioni ("vendor finance"). Nell'esempio il prestito iniziale - che Keynes e Augusto Graziani avrebbero chiamato "initial finance" - lo fa la banca greca, ma lo fa sapendo che, se necessario, avrà accesso al mercato interbancario europeo (che divenne infatti molto accessibile nei primi dieci anni dell'UME). Il prestito finale che fa la DB alla Alpha Bank e da ultimo ad Athanasios, "coperto" dai risparmi della Bosch, sarebbe stato definito da Keynes e Graziani "final funding".<sup>14</sup> *Quindi professore, come si esprime nel libro, ex post ma solo ex post il risparmio tedesco ha finanziato Athanasios. Ma se Athanasios avesse finanziato l'acquisto avendo venduto olive in Germania alla casalinga sveva?*

<sup>13</sup> Questa è una semplificazione: se i ricavi della Bosch sono spesi e solo in parte risparmiati, questo avrà un effetto moltiplicativo sul reddito e si formeranno dei risparmi altrove nell'economia tedesca. Se parte della spesa si rivolge a prodotti esteri, per esempio greci, diminuirà la necessità per la Grecia di ottenere prestiti dalle banche tedesche.

<sup>14</sup> Su "initial and final finance" si veda: Cesaratto (2017c); nel contesto di Target 2 si vedano Febrero e Uxò (2013) e Bindseil e Konig 2011, pp. 14-15).



*La casalinga sveva (da The Economist 1/2/2014)*

*Questo lo so da sola prof: il pagamento della casalinga sveva per le olive avrebbe condotto a un trasferimento di riserve da DB a Banca Alpha che così accredita il conto di Athanasios. Quindi quando Athanasios utilizza i suoi proventi per comprare il frigo, il pagamento avviene ritrasferendo quelle medesime riserve in Germania, insomma, questa volta non c'è bisogno che Athanasios (e per lui la Alpha Bank o la BoG se l'interbancario è rotto) si indebitino: la Grecia ha dato olive in cambio del Bosch. Benissimo, però compito per casa: esprimerlo con le T-balances. Riassumendo: da ultimo il frigo lo si paga o con le olive, o con un prestito dalla Germania o cedendo riserve ufficiali (in cambi fissi) o con passività Target 2 (in una unione monetaria).*

*Vabbè professore, però anche nel caso che il mercato interbancario fosse rotto e compaiono 'sti benedetti saldi T2, la Bosch i suoi soldi li ha ricevuti. E anche se la Grecia uscisse, la Buba assicurerà che la Bosch i suoi euro nel conto li avrà sempre (e se l'euro scomparisse, la Buba glieli trasformerà in neu-DM con cambio 1€:1DM).*

Cara amica, dov'è il trucco? Supponiamo che la Grecia esca dall'euro e non saldi i suoi passivi T2. I greci hanno già ottenuto un frigo pagato dalla Buba. La Bosch è stata pagata (dalla Buba), è vero. E con i soldi, gli operai Bosch possono comprare olive (o andare in vacanza in Grecia). Ma così Athanasios ottiene altri 1000 € (insomma ha il frigo *più* 1000€ in cambio di 1000€ di olive).

*Ma professore, Athanasios coi 1000 € può restituire il debito alla Alpha Bank. Certo, però la Grecia nel suo insieme si trova comunque con un frigo e 1000€ (dato che Alpha Bank non deve nulla a nessuno) in cambio di 1000€ di olive. Insomma, per i greci è "paghi uno e prendi due!"*





Mettiamola così: un'attività Target 2 è equivalente a un prestito di riserve ufficiali. Se la Grecia uscisse dall'euro non regolando le sue passività T2, la Germania perderebbe un'attività – i “claims” Target 2 equivalenti a riserve non restituite. E' come se il frigorifero l'avessero regalato.

**Morale della favola: nel caso che all'origine dei saldi T2 vi siano transazioni commerciali, il mancato pagamento dei saldi T2 dopo un euro break-up o exit equivale a un default nel debito estero. Questo default si riflette in una perdita per le banche centrali con un attivo T2, e in un peggioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero del loro Paese (la ricchezza netta del Paese).**

*Professore, mi permetta di insistere. Si sente dire in giro che le banche centrali non possono mai fallire. Dov'è allora il problema? Perché se la Grecia uscisse dall'euro dovrebbe pagare i suoi soldi T2? La Bosch i soldi li ha avuti e sono garantiti dalla Buba, e la Buba in quanto banca centrale non può fallire. Il fatto che la Buba non possa fallire non c'entra nulla con il fatto che la Grecia si sia sgraffignata un frigo gratis. Con la perdita dell'attivo T2, la Buba risulterà probabilmente sottocapitalizzata - infatti essa ha creato euro a favore della DB/Bosch, iscritti al passivo; se si azzerà l'attivo T2, la perdita si mangia parte o tutto il capitale. Sono tuttavia perfettamente d'accordo che la Buba non avrà da questo punto di vista problemi (Whelan 2013, p. 37): le banche centrali potendo stampare moneta non hanno certo bisogno di un capitale (è come se un giocatore di poker avesse una printing press perfetta: potrebbe mai fallire al gioco?). Se proprio dovesse essere ricapitalizzata, il Tesoro potrebbe emettere nuovi titoli, la banca centrale li compra, accreditando liquidità nel conto del Tesoro, e quest'ultimo usa i fondi per ricapitalizzare la banca centrale. Se l'euro scompare, a fare il giochetto sarà la Buba (che ristampa neu-DM). Se l'euro c'è ancora, a norma dei Trattati la ricapitalizzazione sarà sostenuta pro-quota dalle BCN ancora nell'euro. Ma la BCE potrebbe evitare che il costo ricada sui contribuenti autorizzando le*

BCN a comprare titoli appositamente emessi dai Tesori nazionali, che coi proventi contribuiranno alla ricapitalizzazione della Buba. **Attenzione però, il fatto che le banche centrali siano ricapitalizzabili senza gravare sul contribuente, non c'entra nulla col fatto che la Grecia, uscita dall'euro senza saldare i conti T2, si sia tenuta il frigo senza pagarlo. Come afferma Ramanan (2012a):**

"It is true that the Bundesbank may be capitalized by the German government – in case – but no amount of domestic transaction can change the external assets (of Germany as a whole). The fact that it is a loss to Germany can be seen by looking at the International Investment Position. If the Bundesbank loses its TARGET claims, it is a loss for the whole nation."

*Professore, un'altra domanda: ma perché dentro l'euro i saldi T2 possono durare in aeternum e ad libitum mentre se si esce dall'euro vanno saldati? Distinguiamo anche qui le verità formali da quelle sostanziali. Formalmente i saldi T2 possono crescere in maniera illimitata e non essere mai chiusi. In pratica, le proteste di Sinn del 2011 erano proprio volte a ottenere una regolazione di queste posizioni che originavano da ultimo dagli squilibri di partite correnti fra i Paesi dell'UME. L'austerità è lo strumento ultimo per assalire alla radice gli squilibri (si legga Gros 2015). Su questo mi sono assai bisticciato con i miei amici post-Keynesiani Marc Lavoie ed Eladio Febrero (si veda Febrero et al 2016 a cui a breve risponderò).*

*Va bene prof, leggeremo Ramanan e Febrero, certo però che se gli europei avessero abolito le BCN di questa storia di Target 2 non avremmo sentito parlare! Eh no, cara amica, i debiti sono debiti sono debiti, checché ne dica l'amico negazionista. Come argomenta Whelan (2013, pp. 38):*

"At this point, it is worth commenting on the idea that the current controversy is merely a consequence of the decision not to abolish the NCBs when the euro came into existence. It is true that the balance sheet of the integrated Eurosystem doesn't show any TARGET2 balance and, without any NCBs in existence, there would be no record of any such balances. However, should a euro breakup and reinstatement of the NCBs be considered, the same questions would have arisen in a different form."

Proviamo a capire Whelan. Nella tavola 5 siamo nella stessa situazione delle Tavola 3 e 4 (quelle in cui Athanasios compra il frigo Bosch e la DB presta l'eccesso di riserve alla Alpha Bank), ma senza le BCN, per cui la situazione diventa simile a quella della tavola 1.<sup>15</sup> Come antecedente

<sup>15</sup> Come giustamente suggerisce Econopoly (2017), quello che abbiamo fatto è di consolidare i bilanci delle due BCN. E poiché nell'una vi sono saldi attivi T2 e nell'altra simmetrici saldi passivi, nel consolidamento questi saldi scompaiono. Quindi le riserve si muovono come accadeva all'interno di un singolo sistema nazionale (tavola 1). [Denominiamo Econopoly (2017) un anonimo autore su *Econopoly*, il blog de *Il Sole 24 Ore*].

supponiamo tuttavia che Alpha Bank abbia ottenuto 1000€ di riserve dalla BCE in cambio di garanzie in titoli (1° step). Negli step successivi Athanasios paga il frigo Bosch, e infine la DB presta riserve alla Alpha Bank.

	Alpha Bank (AB)		BCE		Deutsche Bank (DB)	
1° step	-1000 (titoli)		+1000 (titoli in garanzia AB)	+1000 R (AB)		
	+1000 R					
2° step	-1000 R	-1000 D (Athanasios)		-1000 R (AB)	+1000 R	+1000 D (Bosch)
				+1000 R (DB)		
3° step	+990 R			-990 R (DB)	-990 R	
	Prestito (da DB)			+990 (AB)	+990 (prestito a AB)	
legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari						

Tavola 5

Si noti che la Grecia ha ottenuto 1) un frigo Bosch pagato con riserve create dalla BCE e 2) un prestito di riserve dalla DB.

*Prof., abbiamo sopra visto che i saldi Target 2 insorgono quando il mercato interbancario è rotto. La BCN ricreava riserve a favore di Alpha Bank. Cosa accade ora che la BCN (e T2) non ci sono più?*

In questo caso è direttamente la BCE (dunque non per interposta BCN) a fungere da prestatrice di ultima istanza, prestando le riserve a Alpha Bank in cambio di garanzie collaterali (tavola 6).

Alpha Bank (AB)		BCE		Deutsche Bank (DB)	
-1000 (titoli)		+1000 (titoli in garanzia AB)	+1000 R (AB)		
+1000 R					
-1000 R	-1000 D (Athanasios)		-1000 R (AB)	+1000 R	+1000 D (Bosch)
			+1000 R (DB)		
-990 (titoli)		+990 (titoli AB)	+990 R (AB)		
+990 R					
legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari					

Tavola 6

*Ma prof., lei ci ha spiegato che col combinato disposto di Target 2/rifinanziamenti BCN le banche periferiche potevano sostenere una perdita di riserve quasi ad libitum (fino a che c'è collaterale accettabile), ora è la stessa cosa? In un certo senso sì, ma possiamo ritenere che la BCE possa continuare a alimentare le riserve di una banca periferica che le perde continuamente creando prestiti a favore di residenti che acquistano beni nei paesi "core", subendo così una continua emorragia di depositi verso le banche "core"? Una medesima sfiducia verso la solvibilità di questa*

banca insorgerebbe anche nei correntisti, generando una fuga dagli sportelli. Non sono esperto di diritto bancario, ma non credo sia una situazione che possa proseguire a lungo. Allora Target 2 o meno, la possibilità dei sistemi bancari periferici di generare credito a favore dei rispettivi settori privati o governativi trova dei limiti. C'è chi nega che le unioni monetarie possano incorrere in problemi di bilancia dei pagamenti fra i paesi membri (Febrero et al. 2016). Non credo sia così (Cesaratto 2013, 2015, 2017a/b)

Cosa accadrebbe in questo Eurosystema senza BCN se l'euro si rompesse? Se, come nella tavola 5, la DB ha prestato riserve alla Alpha Bank, quello è un debito privato che sarà regolato come tale - se l'euro scomparire sarà per esempio ridefinito in un nuovo ECU. Ma prof., a chi verrebbero assegnate le garanzie collaterali che sono a fronte dei 1000 € di riserve di Alpha Bank (quelle trasferite successivamente a DB)?

Whelan suggerisce che, di regola:

“A co-operative breakup of an integrated Eurosystem could have allocated portfolios of loans to non-German banks to the Bundesbank in a breakup” (ibidem).

Mi sembra che Whelan intenda che la risuscitata Buba riceverebbe il collaterale in quanto in effetti è lei che ha effettuato il pagamento del frigo Bosch. Se la Grecia pretendesse questo collaterale indietro, sarebbe come non pagare il debito per il frigo. Conclude Whelan, che con l'attuale struttura istituzionale “decentrata” dell'EMU vi sono tensioni circa la proprietà ultima degli *asset* collaterali in caso di break-up (torneremo su questo), ma tali tensioni non sarebbero smorzate con una struttura più integrata:

“an un-cooperative breakup could have seen non-German governments assign these assets to their own new central bank. The current institutional set-up of the Eurosystem has made the tensions surrounding ownership of assets clear but these tensions would not have disappeared in a more integrated structure” (ibid, pp. 38-39).

Nel caso invece che fosse stata la BCE a prestare riserve alla Alpha Bank (tavola 6), come visto sopra di regola una defunta BCE allocherebbe i vecchi 1000€ di collaterale alla rediviva Buba. Circa gli ulteriori 990€ dipende. Se sono ancora presso la Alpha Bank come riserve, vanno a quest'ultima. Torneremo più avanti su questa questione del collaterale per vedere se esso può essere utilizzato per saldare i debiti T2.

Nel caso ora visto, all'origine dei saldi T2 vi erano squilibri commerciali. I casi che seguono hanno a che fare con movimenti finanziari.

## 2.2. I'm a euro, get me out from here.

Il secondo caso che dà luogo a saldi Target 2, è quello di uscite unilaterali di capitali. Esso può riguardare residenti (italiani che trasferiscono depositi dal nostro Paese in Germania) ovvero non-residenti (tedeschi che rimpatriano nel proprio Paese i capitali investiti in Italia). Cominciamo col primo caso.

### 2.2.1. Carlo in fuga

Supponiamo che Carlo, preoccupato delle sorti di Unicredit, decida di trasferire il suo deposito nel proprio conto DB a Francoforte. Bene, la storia ora la sapete (tavola 7): *courtesy of Buba*, Carlo si vedrà accreditato il suo c/c alla DB; la Buba avrà un nuovo "claim" su T2 e la Bdl una corrispondente passività. La DB ha un eccesso di riserve, Unicredit un difetto. Ma visto che anche DB è preoccupata delle sorti di Unicredit, si guarderà bene di prestarle l'eccesso di liquidità, che manterrà nel proprio conto presso la Buba. Unicredit si riapprovvigionerà di riserve presso la Bdl.<sup>16</sup>

		BCE						
		Banca d'Italia	(Bdl)	(Buba)	BUNDESBANK			
		-100 R	+ 100 T2	+ 100 T2	+100 T2	+100 R		
		+ 100 T2						
UNICREDIT							Detstche Bank	
-100 R	-100 D						+100 R	+100 D
	(Carlo)							(Carlo)

*legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari*

**Tavola 7**

*Vabbè professore, però la Buba e la Bdl hanno ubbidito alle regole che dicono che i movimenti di capitale nell'EMU sono liberi; in che senso la Bdl ha un debito con la Buba?*

<sup>16</sup> Come già osservato, secondo la Cour-Thimann (2013) la BCE in pratica intermedia l'eccesso di riserve della DB. Secondo Werner Sinn (2011) la Bdl ha la *printing press* e ricrea riserve a favore delle banche italiane. Le due tesi non sono incompatibili.

Nel senso che la Bdl ha un debito T2 di 100€ a fronte di un credito T2 di 100€ della Bundesbank. Rifacciamoci a qualcosa di analogo. Se fossimo in un sistema di cambi fissi (con Lira £ e Deutsche Mark DM), nel caso di uscite di capitali da un paese si verificherà una perdita di sue riserve ufficiali, come sappiamo.<sup>17</sup>

Supponiamo che le riserve ufficiali (RU) siano in moneta terza (\$) e i cambi tutti 1:1. Carlo intende trasferire 100 £ alla DB. Unicredit gli cancella 100 di deposito e ordina alla Bdl di trasferire 100€ alla DB. La Bdl lo fa cancellando 100€ dal conto di riserva di Unicredit e trasferendo 100 \$ dalle proprie RU a quelle della Buba (tavola 8). Questa può così accreditare 100DM di riserve alla DB che accredita 100 nel deposito di Carlo.

		Banca d'Italia		BUNDESBANK	
		-100 \$ RU	-100 £ R	100 \$ RU	+100 DM R
UNICREDIT				Deutsche Bank	
-100 £ R	-100 £ D (Carlo)			+100 DM R	+100 DM D (Carlo)
<i>legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari; RU riserve ufficiali; cambio: 1\$ = 1£ = 1DM</i>					

Tavola 8

Potevamo fare anche con le RU in DM (tavola 9):

		Banca d'Italia		BUNDESBANK	
		-100 DM RU	-100 £ R	-100 DM	+100 DM R
UNICREDIT				Deutsche Bank	
-100 £ R	-100 £ D (Carlo)			+100 DM R	+100 DM D (Carlo)
<i>legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari; RU riserve ufficiali; cambio: 1\$ = 1£ = 1DM</i>					

Tavola 9<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Finché ve ne sono. Una volta esaurite le RU, la fuga di capitali comporterà un deprezzamento della moneta, ovvero l'uscita dal sistema di cambi fissi (a meno di prestiti internazionali).

<sup>18</sup> (Wonkish) L'ingresso di DM alla Bundesbank va a diminuire le sue passività - i DM emessi sono infatti una passività per la Buba, se tornano (reflux) è una diminuzione delle passività.

La Banca d'Italia poteva effettuare l'operazione anche in lire (tavola 10). Questo è educativo perché assomiglia al caso Target 2. Basti pensare alle lire (convertibili) come a una promessa di pagamento in valute di riserva, e alle passività nette Target 2 come a una promesse di pagamento seppur indefinita.

		Banca d'Italia	BUNDESBANK		
		-100 £ R	+100 £ RU	+100 DM R	
		+100 £ (passività verso la Buba)			
UNICREDIT				Deutsche Bank	
-100 £ R	-100 £ D (Carlo)			+100 DM R	+100 DM D (Carlo)

*legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari; RU riserve ufficiali; cambio: 1\$ = 1£ = 1DM*

**Tavola 10**

L'Italia ha emesso una passività in lire (una promessa di pagamento) verso la Buba, assicurando piena convertibilità in dollari (o anche in DM).<sup>19</sup> **In Target 2 la Bdl è come se emettesse una passività T2 verso la Buba (tavola 7), senza però una esplicita promessa di pagamento (la convertibilità in qualche attività) - qui i giuristi negazionisti troveranno forse appigli. Ma quanto una corte internazionale chiamata ad arbitrare guarderà alla verità sostanziale (quella passività T2 è pur sempre una promessa di pagamento) e quanto a sottili distinguo giuridici?** Se poi Carlo ci ripensasse (sperava che la lira svalutasse e gli va male) e riporta i soldini a casa, si torna nello *status qua ante* (in particolare la Bdl torna in possesso di 100 DM o dollari che aveva già all'inizio, o cancella la promessa di pagamento verso la Buba).

La questione è dunque: qual è lo status dei saldi T2 nel caso di una rottura dell'euro (o di una uscita del Paese)?

Formalmente, non liquidare le passività nette T2 dopo un'uscita equivale a un default in una componente delle *passività lorde* verso l'estero del Paese (diciamo l'Italia). Corrispondentemente, i Paese con saldi attivi T2 vedranno una perdita nelle *attività lorde* verso l'estero del Paese

<sup>19</sup> Se l'Italia rinnegasse la convertibilità, la Buba si ritroverebbe con delle RU in una moneta non-di-riserva, mentre Carlo si trova nel c/c presso la DB dei DM (che se riportati a casa andrebbero a rimpinguare le RU della Bdl con una moneta forte).

(diciamo la Germania). Nella sostanza, Carlo che ha i propri soldini presso la DB (*courtesy of Buba*), potrebbe riportarsi gli euro in Italia (o i neu-DM se l'euro è scomparso), che si troverebbe così con riserve ufficiali addizionali in euro (o in neu-DM) "come manna dal cielo". Proviamo a verificarlo con le T-balances:

				BCE (defunta)					
				+ 100 € T2	+ 100 € T2				
		Banca d'Italia				BUNDESBANK			
			+ 100 € T2			+100 € T2			
		+100 DM RU	+100 € R				-100 DM R		
							+100 DM R		
							(a favore Bdl)		
		UNICREDIT						Deutsche Bank	
+100 € R	+100 € D							-100 DM R	-100 DM D
	(Carlo)								(Carlo)

legenda: R riserve bancarie; D depositi bancari, RU riserve ufficiali

**Tavola 11**

Dobbiamo confrontarci con i casi delle tabelle 8 e 9. Lì se Carlo riportava i soldi a casa, la Banca d'Italia recuperava le riserve ufficiali che aveva all'inizio (o cancella la promessa di pagamento verso la Buba, la passività in lire convertibili a favore della Buba per capirci). Qui, quando Carlo riporta il deposito a casa, la Banca d'Italia si ritrova con riserve che all'inizio non aveva (cioè una valuta internazionale che costituisce diritto di prelazione su beni tedeschi).

### La versione di Ramanan

Al riguardo di quanto ora esposto, dagli esordi del dibattito su T2 nel 2011-12 Ramanan ha denunciato la posizione quasi-negazionista di Paul De Grauwe. Da un lato questi ha ragione che il rimpatrio dei capitali precedentemente prestati dai Paesi core ai Paesi periferici consentito da Target 2 e dalla rigenerazione di riserve con le operazioni di rifinanziamento della BCE (si vedano le *Sei lezioni*, Approfondimenti A/B) non muta la Posizione netta sull'estero (PNE) della Germania: a crediti privati si sostituiscono crediti (T2) ufficiali (*sort of*). Dunque, il rischio per la Germania non muta, sebbene venga trasferito dal settore privato a quello pubblico. De Grauwe trascura tuttavia i *capital flight* da parte di residenti nei Paesi periferici. Anche questi non mutano la PNE della Germania, ma accrescono il rischio di perdite nel caso che i saldi T2 vengano rinnegati. Così Ramanan:



“The repatriation of funds does not increase Germany’s gross international investment position (assets and liabilities) but just changes the composition. It however ignores the fact that nonresidents also reallocate their portfolios in German assets and this increases Germany’s gross foreign assets and liabilities and in case there is a default by the periphery on the TARGET2 liabilities (in case they leave the Euro Area), Germany suffers a loss.

...When non residents purchase €100bn worth of German securities, the TARGET2 claims of the Bundesbank (or more generally creditor nation’s TARGET2 claims) increases by €100bn. If there is breakup of the Euro Area position at this point in time, this will leave the creditor [euroarea] nations with an additional liability of €100bn (incurred just before the breakup) while at the same time losing the €100bn of assets (TARGET2) acquired (in addition to other assets) and hence an NIIP worse than the case if the transaction had not occurred” (Ramanan 2012c, vedi anche Ramanan 2011)<sup>20</sup>

Vale a dire la Bundesbank accredita saldi in euro presso la DB ai residenti italiani in cambio di attività T2 (tavola 7). Se l’euro si rompe e i saldi T2 scomparissero, laddove Carlo riportasse i fondi in Italia (tavola 11), la Buba si vedrebbe costretta ad accreditare 100 DM alla Bdl (il grassetto della tavola 11, che è il punto chiave). Quest’ultima si ritroverebbe in luogo di una passività T2 un’attività in DM!<sup>21</sup>

### 2.2.2. Karl in fuga

Abbiamo fatto il caso di Carlo che preoccupato porta i suoi soldini in Germania. Il caso empiricamente prevalente di uscita di capitali nella prima “crisi T2” del 2011-12, e dunque sinora più esaminato, è stato quello di un non residente, per esempio il tedesco Karl o una banca tedesca, che ritira il proprio investimento finanziario a una banca o allo Stato italiano (per esempio

<sup>20</sup> Implicitamente dando ragione a Ramanan, De Grauwe e Ji (2012a) avanzarono l’idea che la Germania potesse non convertire i depositi dei non-residenti (non-tedeschi) da cui erano originati i saldi T2. A parte i deboli fondamenti giuridici di tale misura (su cui l’amico giurista si può sbizzarrire), Sinn (2012) replicò che molti di quei depositi erano già stati convertiti in investimenti su titoli e attività tedesche per cui la misura si poteva applicare solo ai depositi più recenti. Inoltre, aggiunge Sinn, la maggior parte dei saldi T2 deriva dal rientro di capitali da parte dei residenti tedeschi che avevano prestato a banche e Stati della periferia europea.

<sup>21</sup> Detto in altri termini: 1) se i saldi T2 scompaiono, la Germania vede scomparire una componente delle sue attività patrimoniali lorde sull’estero (l’attivo T2), mentre rimane la corrispondente componente nelle passività lorde (i soldi che deve a un residente straniero, Carlo nella fattispecie). La PNE perciò peggiora. 2) Se Carlo riporta i fondi in Italia, alla passività verso Carlo si sostituisce una passività verso la Banca d’Italia. In effetti per Carlo non è cambiato nulla (a meno di variazione dei tassi di cambio). Per i Paesi però sì. Si veda al riguardo anche Ambrose Evans-Pritchard (2017).

Cecioni e Ferrero 2012). L'abbiamo raccontato nelle *Sei lezioni* (Approfondimento B; Minenna 2017b) il rientro dei capitali trasforma un debito italiano verso privati non-residenti in uno "semi-ufficiale". Debito era, debito rimane, ciò è ampiamente riconosciuto (v. box successivo). Ma cosa accade nel caso di rottura dell'euro?

Bene, quando Karl non ha, per esempio, rinnovato l'acquisto dei BPT in scadenza, l'ha fatto una banca italiana in suo luogo, foraggiata dalla Banca d'Italia sulla base della LTRO a tre anni lanciata da Draghi nel dicembre 2011. Karl si riporta gli euro in Germania e, *courtesy of* Buba, se li ritrova nel suo deposito alla DB. Al credito che Karl aveva verso l'Italia si è sostituito un credito T2 della Buba verso la BCE.<sup>22</sup> Se l'euro si rompe e l'Italia rinnega i saldi T2 il debito estero italiano (tecnicamente la PNE) migliora, e corrispondentemente quella tedesca peggiora. Sostanzialmente la Bundesbank ha redento dallo straniero parte del debito pubblico italiano, che è ora in mano a una banca commerciale italiana, e lo ha fatto in cambio di "claim" T2 ora rinnegati.

*Prof, ma il debito pubblico italiano è sempre quello.* Sì, ma sempre meglio averlo in famiglia. In caso di ristrutturazione o ridenominazione del debito, ad esempio, le banche italiane difficilmente potrebbero opporsi.

**La versione di Whittaker.** Come ci è noto dalle *Sei lezioni* (Approfondimenti A/B) nel caso di fuga di capitali stranieri da investimenti in banche e sovrani dei Paesi periferici, le passività "ufficiali" T2 sostituiscono quelle verso i privati, mentre le passività lorde e nette verso l'estero rimangono, se null'altro muta, invariate. Whittaker (2016), uno dei primi commentatori della vicenda Target 2, afferma che apparentemente non c'è impegno scritto a saldare le passività nette T2 in caso di rottura, ma che "nondimeno", i saldi T2 hanno la natura di prestiti da altri paesi:

"Eurosystem debts are a peculiar form of debt with no contract or understanding about the terms of repayment. This implies that an NCB cannot default on its eurosystem liability because it has no obligation to repay. A country's intra-eurosystem liabilities are nonetheless loans from other countries" (ibid, p. 2).

A riprova di questo vi è naturalmente non solo il fatto che tali saldi sostituiscono debiti privati, ma che possono a loro volta essere sostituiti da debiti ufficiali veri e propri. Per esempio, quando la Grecia ha ricevuto (sinora tre volte) dei pacchetti di "aiuti", l'ingresso dei fondi ha determinato una diminuzione delle passività nette T2 per questo Paese:

<sup>22</sup> Similmente, nel caso in cui banca tedesca non avesse rinnovato un prestito interbancario a una banca italiana, rimpatriando i fondi via Target 2, la banca italiana si sarebbe riapprovvigionata di riserve attraverso l'operazione LTRO. Al prestito interbancario si è sostituito un prestito T2.

“When the government of Greece receives a tranche of a loan, this capital inflow causes an equal reduction in the Target2 liability of the BoG, leaving the overall exposure of creditor governments to Greece unchanged (...). The debt merely becomes routed through the IMF or an EU fund (e.g. the European Financial Stability Fund) rather than through the NCBs” (ibid p. 3).

Insomma i saldi T2, per quanto siano una forma singolare di debito, originano da debiti (privati), possono diventare debiti ufficiali su generis (Target 2), e infine trasformarsi in espliciti debiti ufficiali. "Ricordati che sei polvere, e in polvere tornerai".

**Morale della favola: trasferimenti di capitale fra Paesi non incidono sulle Posizioni patrimoniali nette. In un clima di sfiducia, con il mercato interbancario rotto, essi possono tuttavia determinare un aumento dei saldi Target 2. Nel caso di una rottura dell'UME, il mancato saldo delle passività nette T2 da parte dei Paesi debitori comporta un peggioramento della Posizione patrimoniale netta del Paese creditore e un miglioramento per il Paese debitore.**

**2.3. Il caso Draghi-Praet.** Il terzo caso è quello relativo alle spiegazioni addotte da Draghi (2016) e Praet (2016) relativamente al più recente gonfiamento dei saldi T2. Essi hanno argomentato che la crescita corrente dei saldi T2 è legata alle modalità del *Asset Purchase Programme* (APP), più noto come *quantitative easing* (QE). In pratica, il QE assegna a ciascuna BCN un target di acquisti di titoli di Stato del proprio Paese. La Banca d'Italia lo farebbe sulla piazza di Francoforte acquistando da venditori extra-EMU (per esempio fondi di investimento anglo-sassoni), e allo scopo incaricherebbe la Bundesbank degli acquisti. La Buba emetterebbe dunque euro, acquistando BTP che poi passa alla Banca d'Italia in cambio (“voi tutti lo sapete”) di un “claim” Target 2.

Simmetricamente la Bdl si iscrive i BTP all'attivo e una nuova “liability” T2 al passivo. In termini di T-balances (tavola 12):

	Banca d'Italia		BCE		BUNDESBANK		Deutsche Bank			
1° step					+100 BTP	+ 100 R	+ 100 R	+100 D (vend.BTP)		
2° step	+100 BTP	+100 T2	+ 100 € T2	+ 100 € T2	-100BTP					
					+100 € T2					
										Venditore BTP
										-100 BTP
										+100 D

legenda: BTP: Buono del Tesoro Poliennale

**Tavola 12**

**In pratica la Bdl ha pagato i BTP “emettendo” una passività Target 2** – come se in un sistema di cambi fissi essa avesse avuto facoltà di emettere riserve ufficiali in valute di riserva.

*Rebus sic stantibus*, l'Italia ha sostituito un debito del Tesoro verso privati esteri (per esempio il fondo anglosassone venditore dei BTP) con un debito “ufficiale” T2 verso la BCE.

Che succederebbe se l'Italia uscisse o l'euro si rompesse e non saldasse le passività nette T2?

Dal punto di vista dell'Italia andrebbe di lusso: la Banca d'Italia ora possiede titoli di Stato che erano in mano a stranieri; contabilmente, se decidesse di essere insolvente nei saldi T2

cancellandoli così dalle proprie passività, potrebbe (d'accordo col Tesoro) annullare quei titoli di Stato, e il debito pubblico calerebbe corrispondentemente:

Banca d'Italia	
+100-BTP	+100-T2

Qualche giurista negazionista si offenderebbe se diciamo che lo Stato italiano si è ricomprato i BTP incaricando Bundesbank dell'acquisto senza poi saldarla? Infatti non è vero che in economia non ci sia *free lunch*: basta non pagare i debiti!<sup>23</sup>

Per verifica, domandiamoci se e cosa i tedeschi stanno simmetricamente perdendo (sostanziamo cioè il dato contabile della scomparsa di una loro attività patrimoniale T2).

Prendiamo il caso che l'euro scompaia e la Bundesbank converta gli euro con cui ha comprato il BTP in neu-DM. Bene. Ora il fondo anglosassone venditore dei BTP ha un *claim* su beni o *asset* tedeschi;<sup>24</sup> insomma è come se la Germania avesse riscattato i BTP donando beni o attività tedesche ai loro precedenti detentori e avendo, altrettanto graziosamente, devoluto i BPT al governo italiano.

*Professore, ma se il possessore fosse stato una tedesca, Beate, non sarebbe successo dunque nulla.*

Eh no, cara amica. Supponiamo che, superato il trauma della rottura, Beate decida di reinvestire in BTP italiani (in altri, perché quelli precedenti, vi ricordate, sono stati annullati dal governo italiano riducendo il debito pubblico, *courtesy of Germany*). Bene, lo Stato italiano potrebbe così emettere

<sup>23</sup> Il caso è un po' simile a quello di Karl che rimpatriava l'investimento in titoli di Stato italiani, con questi ultimi che erano acquistati dalle banche italiane, *courtesy of Buba*. Ora è ancor meglio poiché i titoli tornano alla Bdl, dunque al medesimo Stato italiano.

<sup>24</sup> Il fondo anglosassone potrebbe naturalmente utilizzare i 100 neu-DM per acquistare beni o attività olandesi, francesi, italiani ecc. Ma in questo caso il diritto sui beni tedeschi è semplicemente trasferito sui nuovi possessori dei 100 neu-DM.

nuovi BTP con cui, per esempio, sovvenzionare l'acquisto di macchinari industriali tedeschi (ora, fuori dall'euro, l'Italia può fare vera politica industriale). Un po' come la storia del frigo di Athanasios: vendi uno (i nuovi BTP) e ottieni due (i vecchi BTP e il macchinario).

Cosa accadrebbe se, invece, l'Italia saldasse le passività nette T2 (in DM)? Raccontiamoci una storia di questo tipo (tavola 13). Il venditore dei BTP (un fondo anglo-sassone, ricordate?) usa i 100 DM per acquistare beni italiani (vedi nota 24), sicché la Banca d'Italia viene in possesso di DM con i quali salda il conto T2 con la Buba. Nei fatti ora sarebbe l'Italia ad avere, da ultimo, riscattato i BTP da John in cambio di beni italiani.

		-BCE(defunta)							
		100 € T2	100 € T2-						
		(saldi T2)	(pregressi)						
Banca d'Italia				BUNDESBANK					
+100 DM RU	+100 € R			-100 DM R					
	(banca del venditore it. del bene)			+100 DM		Deutsche Bank			
				(passività verso Bdl)		-100 DM R	-100 DM D		
							(Fondo anglos.)	Fondo anglosassone	
-100 DM RU	-100 DM T2			-100 DM T2	-100 DM			(per memoria: + bene italiano)	-100 DM D
	(saldo T2 pregresso)			(saldo T2 pregresso)					

*Il Fondo Anglosassone ordina DB di pagare un bene italiano, la Bdl si vede accreditare 100 neu-DM, che usa per saldare T2*

**Tavola 13**

**Morale della favola.** Come nei due casi precedenti, anche nel caso in cui l'aumento dei saldi T2 derivi da un'azione di politica monetaria della BCE, come il QE, un mancato saldo delle passività nette nel caso di un euro break-up si trasformerebbe in una perdita per la Germania (o per l'insieme dei paesi creditori), e in un guadagno per i Paesi debitori. La Bundesbank nei fatti avrebbe acquistato titoli di Stato dei Paesi debitori per loro conto, senza poi averne una contropartita.

#### **Saldi Target 2, bilancia dei pagamenti e posizione sull'estero**

Nell'appendice 2, a cui il lettore è invitato a riferirsi sin d'ora, si mostra come le variazioni dei saldi Target 2 entrino nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti, mentre il saldo complessivo T2 entra nel calcolo della Posizione netta sull'estero del Paese. Il conto finanziario della BdP misura la variazione dei crediti e dei debiti che il Paese vanta con l'estero in un periodo di tempo; la Posizione netta sull'estero misura il saldo dello stock di crediti e debiti che il Paese vanta con l'estero (una misura della ricchezza netta del Paese, la si è definita sopra).

Come s'è detto, con un mercato interbancario funzionante i saldi target 2 sono praticamente zero (figg. 1 e 4). Qualora il mercato interbancario sia non funzionante abbiamo i seguenti casi.

*Un disavanzo di partite correnti* (il caso di Athanasios) non compensato da entrate di capitali privati implica un aumento delle passività Target 2 e un peggioramento del saldo del conto finanziario della BdP. Queste variazioni vanno di conseguenza a incrementare le passività lorde nella Posizione patrimoniale lorda sull'estero e contribuiscono dunque a peggiorare la Posizione patrimoniale netta del Paese. L'uscita unilaterale di un Paese debitore Target 2, o una rottura dell'UME comporterebbero una perdita patrimoniale netta per il Paese creditore.

Nel caso di *fuoriuscite di capitali nazionali* (il caso di Carlo) aumentano le attività finanziarie verso l'estero, ma al contempo aumentano le passività T2. Poiché sia le passività che le attività lorde aumentano nella medesima misura, il saldo del conto finanziario e la Posizione netta del Paese sull'estero non mutano. Tuttavia l'uscita del Paese dall'UME o una rottura di quest'ultima, comporterebbe una perdita netta per il Paese che ha ricevuto il flusso di capitali poiché le sue attività nette verrebbero a diminuire in corrispondenza alla scomparsa degli attivi T2, mentre le sue passività lorde rimarrebbero immutate.

Nel caso di *fuoriuscite di capitali stranieri* (il caso di Karl), diminuiscono le passività finanziarie verso l'estero, ma al contempo aumentano quelle T2. Poiché sia le passività che le attività lorde aumentano nella medesima misura, il saldo del conto finanziario e la Posizione netta del Paese sull'estero non mutano. L'uscita del Paese dall'UME o una rottura di quest'ultima, comporterebbe una perdita netta per il Paese che ha ricevuto il flusso di capitali poiché le sue attività nette verrebbero a diminuire in corrispondenza alla scomparsa degli attivi T2, mentre le sue passività lorde rimarrebbero immutate.

Il caso del QE (caso Draghi-Praet) è assimilabile a quello precedente. Quando la Buba assolve all'incarico di acquistare titoli di Stato italiani nel mercato di Francoforte per conto della Bdl, il nostro Paese vede da un lato diminuire le passività verso l'estero (poiché torna in possesso di quei titoli), ma vede dall'altro accrescersi le passività T2. Nulla muta nel saldo del conto finanziario e nella Posizione netta sull'estero. Come sopra, tuttavia, la Germania subirebbe una perdita patrimoniale se l'Italia uscisse rinnegando le passività nette T2.

Da un punto di vista economico, dunque, il Paese creditore sembra legittimato a richiedere la liquidazione dei saldi T2. Dall'altra parte, se fosse lui a uscire unilateralmente, nulla potrebbe

pretendere.<sup>25</sup> Azzardiamo che sia così in quanto, dato un contratto di prestito, v'è una asimmetria: se il debitore straccia unilateralmente il contratto, il debito rimane; ma se è il creditore a stracciarlo, questo appare come una rinuncia a esigere il credito (il giurista conferma?). Naturalmente anche un'uscita unilaterale tedesca porterebbe a negoziazioni, anzi, saremmo certamente disposti a pagare qualcosa per favorirla.

### 3. La versione di Draghi

Come s'è detto, nella versione Draghi-Praet la crescita dei saldi T2 sarebbe dovuta al fatto che, nell'ambito del APP/QE, alcune BCN acquistano titoli di Stato nazionali su mercati finanziari stranieri, tipicamente Francoforte. Questo sarebbe rassicurante in quanto non si sarebbe in presenza di una fuga di capitali da parte di residenti in Paesi periferici verso lidi sicuri. Questa versione è contestata da Eric Dor (2016)<sup>26</sup> le cui conclusioni, dopo un'analisi dei dati, sono che a disfarsi dei titoli italiani siano stati investitori nazionali piuttosto che stranieri:

Contrary to the narrative of the ECB, the data of the balance of payments thus show that it is impossible to explain this increase of Target2 liabilities of Italy by corresponding net sales of Italian bonds by foreign investors to the Bank of Italy. (ibid, p. 7)

The financial accounts of Italy suggest that the sellers of at least the largest part of the government bonds bought by the Bank of Italy were domestic investors, rather than foreign investors. This evidence is inconsistent with the narrative of the ECB according to which surging Target2 liabilities would be a mechanical consequence of the QE, because the sellers of the bonds would be located abroad. (ibid, p. 8)

Indeed the bank of Italy has bought government bonds essentially from domestic investors. Clearly these domestic investors have used the proceeds of the sale of their national government bonds to buy foreign assets. ... It is simply a part of the massive reallocation of their financial investments which started well before the QE, away from domestic assets and towards foreign assets. The amount of these financial outflows is much higher than the size of the PSPP in the country. The QE just indirectly contributed to this phenomenon. It thus mean that there is a growing distrust of Italian assets among domestic investors... (ibid, p. 10)

---

<sup>25</sup> Sui saldi T2 mensili le BCN deficitarie pagano un tasso di interesse pari a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali – come si sarebbe detto un tempo, il tasso “ufficiale” della BCE. Tuttavia a fine anno gli interessi vengono ripartiti fra le BCN in base al “capital key”. Quindi ai Paesi deficitari torna qualcosa indietro. Purtroppo, se un Paese uscisse dall'EMU, i Paesi in surplus vedrebbero svanire un flusso netto di interessi. [In realtà Cour-Thimann (2013, p. 29) è sibillina sulla questione degli interessi sui saldi Target 2 (“it is important to recall that the size or distribution of Target balances have no impact on the monetary income of the individual NCBs within the Monetary Union”), sicchè su questo importante aspetto sarà richiesto un supplemento d'indagine.]

<sup>26</sup> Devo a Vito Lops la segnalazione di questo paper.

Sulla medesima lunghezza d'onda è Minenna (2017b) che mostra la chiara associazione fra QE e la crescita dei saldi T2, dubitando tuttavia della spiegazione ufficiale. Questo sulla base della mera considerazione che circa il 60% dei titoli di Stato italiani sono posseduti da residenti, per cui a meno di una preferenza della Bdl per l'acquisto di titoli detenuti da non residenti ed effettuati a Francoforte, non v'è ragione di ritenere che questi ultimi acquisti spieghino se non pro quota il suddetto aumento. La conclusione è dunque che tale aumento sia in buona misura dovuto al distacco da parte di residenti dal mercato finanziario italiano dovuto al timore di un ritorno alle monete nazionali.

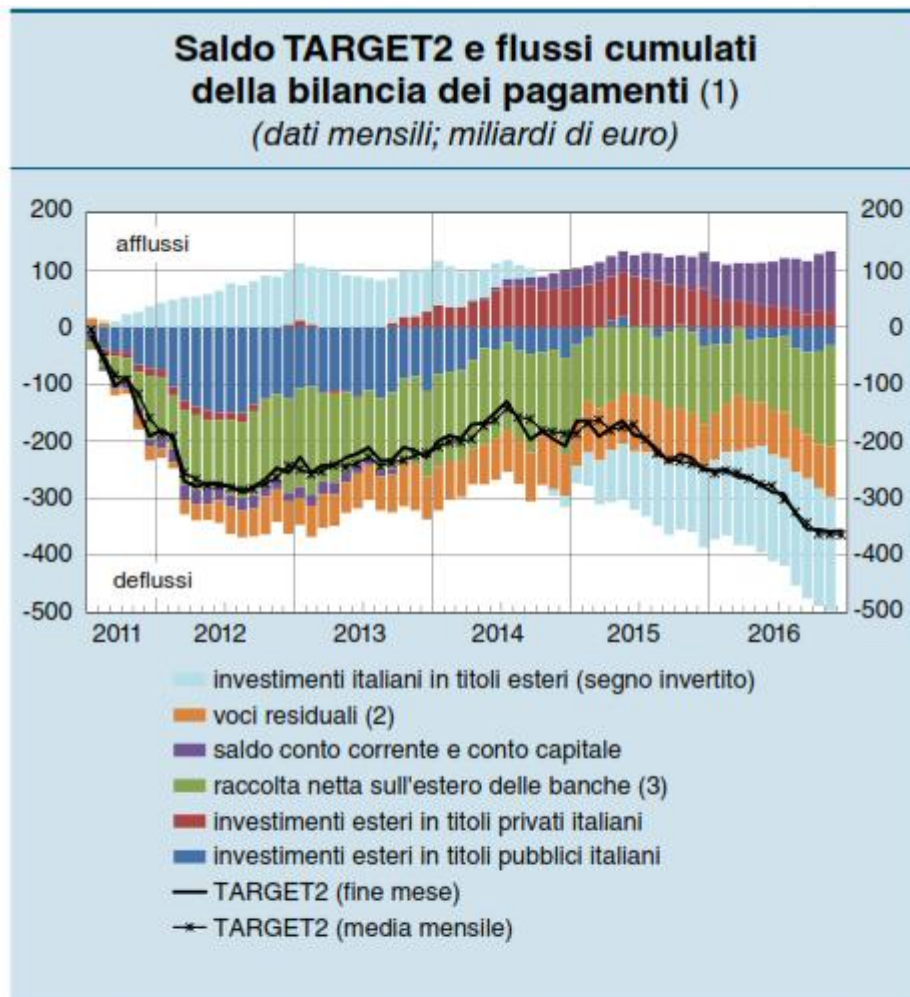
La spiegazione che si dà al fenomeno non è di poco conto: effetto collaterale del QE ovvero segno di una sfiducia crescente da parte degli stessi investitori domestici nei titoli di Stato nazionali.

L'ultimo *Bollettino* della Banca d'Italia (gennaio 2017, p. 31 mio corsivo) sembra peraltro confermare l'ipotesi Dor-Minenna più che quella Draghi:

La posizione debitoria della Banca d'Italia su TARGET2 è rimasta sostanzialmente stabile nell'ultimo trimestre del 2016, attestandosi a 357 miliardi di euro alla fine di dicembre. Considerando i dati della bilancia dei pagamenti (per la quale sono disponibili informazioni fino a novembre), il progressivo ampliamento del saldo tra gennaio e *novembre rappresenta soprattutto la contropartita del processo di diversificazione del portafoglio degli investitori italiani verso attività estere* e del calo della raccolta bancaria sui mercati internazionali (fig. 27 [qui 2]), avvenuto in parallelo alla creazione di liquidità attraverso i programmi dell'Eurosistema.

Come non attribuire la diversificazione di portafoglio a una maggiore rischiosità percepita di detenere attività finanziarie italiane?





(1) Utilizzando l'identità contabile della bilancia dei pagamenti, un miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema dei pagamenti TARGET2 può riflettere investimenti in Italia da parte dei non residenti (maggiori passività), disinvestimenti di attività estere da parte dei residenti (minori attività) o un saldo di conto corrente e conto capitale in attivo. Flussi cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Investimenti diretti esteri, derivati, altri investimenti, errori e omissioni. – (3) Inclusa la raccolta intermedia da controparti centrali residenti.

Fonte: Bollettino Banca d'Italia, gennaio 2017, fig. 27.

**Figura 2**

Ai fini della natura dei saldi T2, tuttavia, la loro origine se assimilabile ai casi delle sezioni 2.2.2 (Dor e Minenna) o 2.2.3 (Draghi e Praet), non cambia molto. Di rapporti debitori si tratta, almeno dal punto di vista economico.

#### 4. Chi rompe paga?

Sgombriamo in primo luogo il campo da un equivoco. Si dice che se un Paese con saldi Target 2 negativi esce e non paga, le BCN creditrici hanno perdite circoscritte dal fatto che il credito perduto è in solido con le altre BCN rimanenti nell'UME. Questo è scritto nella norma, ma nei fatti

se il guaio si sparge su più BCN, esso finisce per gravare soprattutto sui Paesi con squilibri esteri negativi che vedranno crescere il loro indebitamento estero accollandosi parte del ex debito T2 dei Paesi usciti a favore dei Paesi più forti.<sup>27</sup>

I Trattati sono in verità muti su tutto ciò che accade nel caso di un abbandono dell'UME da parte di un Paese, evento che per definizione deve essere considerato impossibile. In effetti Draghi non si è potuto richiamare a nessun documento legale. Vero anche che le interpretazioni più accreditate disponibili avvalorano le parole di Draghi: chi esce deve saldare il conto T2 ("presumably" è il termine utilizzato invero da Cour-Thimann, 2013, p. 28, *non* mi sembra con una sfumatura dubitativa).

La Bundesbank (2011, p. 50, citata da Cour-Thimann (ibidem) argomenta: "should a country with Target liabilities opt to leave the euro area, any claims the ECB might have on the NCB of that country would initially persist in the same amount", aggiungendo che in caso di insolvenza queste passività diventerebbero naturalmente "bad loans" e si applicherebbero le procedure di condivisione del debito già precedentemente discusse.<sup>28</sup>

## 5. Effetti collaterali.

Discutendo di uscita di un Paese dall'EMU, Cour-Thimann (2013 p. 28) allude alla possibilità di impiegare le garanzie collaterali a disposizione della BCN del Paese uscente per saldare le passività nette T2 (miei corsivi):

---

<sup>27</sup> Supponiamo che nell'UME vi siano tre Paesi di eguale dimensione, di cui uno esce. Rimangono due Paesi, uno con crediti T2 e uno con debiti T2 (presumibilmente verso il primo Paese). Il secondo Paese, già gravato dal debito T2, dovrà contribuire a ricapitalizzare la BCN del primo Paese.

<sup>28</sup> Nel loro paper, non certo antipatico circa un'uscita di qualche Paese dall'euro, Durand e Villemot (2016, p. 33, miei corsivi) scrivono:

"Technically, those balances represent a claim or a liability of national central banks on/to the Eurosystem as a whole.

In the case of Greece, the TARGET2 claim is more or less the counterparty of the Emergency Liquidity Assistance (ELA): since banks in other countries are not willing to lend to Greek banks to compensate for capital flights, the financing gap of the Greek banking system is filled through the intervention of the National Bank of Greece, which itself grows a liability to the ECB.

It is therefore clear that *TARGET2 balances correspond to claims between sovereign states*, that are distinct from official public debt figures. For example, if Greece were to leave the EMU, its *TARGET2 liability would have to be settled with other eurozone countries*, in addition to the existing bilateral, EFSF and ESM loans".

"Target balances, although not formally collateralised, reflect central bank operations that are collateralised. If, however, a Target liability came due in a context of large-scale bank failures and financial market turbulence or meltdown, it may take several years for the exiting NCB to recover a substantial portion of the value of its collateral, and in such a scenario the sovereign would also be unlikely to be a backstop for the Target liability."

Similmente la già citata Bundesbank (2011, p. 50, mio corsivo) richiama le garanzie collaterali:

"should a country with TARGET2 liabilities opt to leave the euro area, any claims the ECB might have on the national central bank of that country would initially persist in the same amount. If the exiting central bank proved unable to repay its liabilities despite loss offsetting within the Eurosystem *and the collateral available*, it would be necessary to devise a solution for the outstanding amount."

Come si formano le garanzie collaterali?<sup>29</sup> Ce lo siamo già detto: quando una BCN crea *banconote* o *riserve*. In termini molto semplificati:

BCN	
<i>Assets</i>	<i>Liabilities</i>
Operazioni di rifinanziamento (titoli)	Banconote Riserve

**5.1. (Banconote)** La tavola 14 fornisce un esempio con tre passaggi (distinti da una riga) riguardante l'*emissione di banconote*. Supponiamo che una banca crei "pigiando alcuni tasti del computer" un credito a favore di Paola, che intende ritirare il prestito in contanti. A questo scopo banca si procurerà le banconote presso la BC in cambio di titoli in garanzia - e supponiamo che i

<sup>29</sup> Due spiegazioni prima di concentrarci sul "collaterale". Il riferimento della Cour-Thimann al "sovereign" va inteso come possibilità, giudicata improbabile nelle circostanze complicate di una uscita, di una copertura del Tesoro al debito esterno della banca centrale. Il riferimento alla compensazione delle perdite ("loss offsetting") nell'Eurosistema, la Bundesbank si riferisce forse alla perdita del capitale versato alla BCE da parte della BCN uscente. Si tratterebbe comunque di poca cosa: al marzo 2017 "la quota di capitale sottoscritta dalla Banca d'Italia al 1° gennaio 2015 è pari a 1.332.644.970,33 euro, pari al 12,3108% del totale del capitale della BCE" (fonte: <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/eurosistema/>)

titoli in questo caso consistano del credito concesso a Paola.<sup>30</sup> Infine Paola ritira le banconote esauendo il proprio deposito.

	BCN		Banca commerciale		Paola	
<i>1° step</i>			+Prestito (Paola)	+Deposito (Paola)	+Deposito	+Prestito
<i>2° step</i>	+Titoli in garanzia (prestito a Paola)	+Banconote	-prestito (in garanzia BCN) +Banconote			
<i>3° step</i>			- Banconote	-Deposito (Paola)	-Deposito + Banconote	
<i>finale</i>	Titoli in garanzia	Banconote	0	0	Banconote	Prestito

**Tavola 14**

Poiché la riserva obbligatoria è molto piccola (attualmente 1%), *normalmente* il grosso dei titoli a garanzia è a fronte delle banconote, la cui quantità emessa dall'Eurosistema al 3 febbraio 2017 era, per esempio, di oltre 1,1 trilioni di euro.

In caso di uscita del Paese dall'euro, una parte delle €-banconote del Paese uscente sarà tesaurizzata dal pubblico e una parte giacerà nei forzieri delle banche commerciali.

Circa la parte in mano al pubblico, **presumo** che la banca centrale potrà cancellare queste banconote dalle proprie passività (esse scompaiono dal bilancio) e utilizzare le corrispettive garanzie (ora "libere") per la redenzione di passività Target 2.

Banca d'Italia	
Titoli in garanzia (a regolamento saldo T2)	Banconote

Circa le banconote in mano alle banche commerciali, la BCN le potrà obbligare a scambiare le €-banconote con nuove banconote in lire, impiegando le prime per contribuire alla regolazione delle

<sup>30</sup> In verità la banca pagherà un tasso di interesse sulle banconote create che è parte del famoso signoraggio delle banche centrali su cui si è tanto favoleggiato nel mondo delle scie chimiche. Questo tasso è quello sulle operazioni di rifinanziamento principale, che è anche il tasso che il consiglio direttivo della ECB fissa nelle sue riunioni ogni sei settimane. *Ma prof la banca così ci perde, paga per le banconote acquisite per Paola!* Assolutamente no. La banca ha un rendimento sul prestito contratto da Paola, certamente più elevato del tasso che paga sull'emissione di banconote. Il rendimento dei titoli in garanzia, peraltro, rimane alla banca che ne è proprietaria. Il signoraggio realizzato dalle BCN dell'Eurosistema è raccolto in un unico pool e redistribuito fra le medesime pro quota in base alla loro partecipazione al capitale della BCE.

passività nette T2. Alternativamente, le banche potranno trattenere le €-banconote, lasciando in pratica facoltà alla BCN di impiegare i titoli in garanzia per regolare, in parte, le passività nette T2.<sup>31</sup> Mi sembra tuttavia che al questione del collaterale esistente a fronte dell'emissione di banconote (fatto salvo quanto illustrato nel box che segue) abbia un tenue legame con la questione Target 2. Come vedremo fra poco, i saldi Target 2 danno direttamente luogo a formazione di corrispondenti garanzie collaterali, per cui eventuali "disponibilità" di garanzie per redimere passività T2 legate all'emissione di banconote avrebbe solo una funzione complementare.

**Lo strano caso delle banconote.**<sup>32</sup> In verità, oltre a Target 2 c'è un'altra maniera con cui un Paese può liberamente stampare euro e saldare i propri conti con l'estero: la stampa delle banconote. Come parte della politica monetaria, la BCE stima la domanda complessiva di banconote dal pubblico (che fa parte dei fattori autonomi di domanda di liquidità, vedi le *Sei lezioni*, p. 315) e a ciascuna BCN viene allocata la stampa di banconote pro-quota in base alla solita quota di partecipazione al capitale della BCE (un 8% le emette invero la medesima BCE).<sup>33</sup> Di fatto le BCN ne emettono a seconda dei casi di più o di meno della quota assegnata. La Germania, per esempio, ne emette molte di più – a ragione dell'ampio turismo in uscita, forse per i legami con Paesi balcanici dove le banconote sono utilizzate per attività illecite o quant'altro. Il Portogallo, invece, non ne emette, in quanto ne riceve a sufficienza dai turisti stranieri (Whittaker 2011, p. 3). La Grecia ne emette invece di più, una fuga dagli sportelli, canale di fuga di capitali verso l'estero almeno potenziale (Jobst 2011). Tale surplus di biglietti rispetto all'allocazione iniziale è considerato una passività verso la BCE che si aggiunge alle passività T2, mentre un difetto di

<sup>31</sup> Per Paola nulla muta se il prestito finisce nelle mani della BCE.

<sup>32</sup> Econopoly (2017) illustra la vicenda delle banconote, approfondita da Whittaker (2011, 2016). Si veda qui **appendice 1**.

<sup>33</sup> La quota di partecipazione al capitale della BCE (*capital key*) risulta da una media, rivista ogni 5 anni, delle quote di popolazione e Pil nell'euro area. Presumo che in pratica la BCE stimi molto approssimativamente della domanda di banconote (che dipende da complesse circostanze al di fuori della sua influenza), ma si limiti a lasciare che le singole BCN soddisfino la domanda nella loro giurisdizione (se non lo facesse, la domanda di liquidità da parte delle banche commerciali per soddisfare la domanda di banconote farebbe lievitare il tasso di interesse nel mercato interbancario sopra l'obiettivo di politica monetaria). Quello che è chiaro è che una volta nota la liquidità creata dall'Eurosistema per soddisfare la domanda di banconote, questa quantità viene ripartita fra le BCN a seconda del *capital key*. Ex post viene dunque constatato quale BCN ne abbiano emessa di più o di meno rispetto alla assegnazione regolamentare.

emissione rispetto all'allocazione è un'attività che si aggiunge all'attivo lordo T2. *Ohi ohi (tipica lamentela senese), professore che confusione? Ma perché?*

Dovrebbe essere chiaro che emettere un surplus di euro-banconote (sappiamo da sopra come questo avvenga) vuol dire creare potere d'acquisto spendibile in altri Paesi dell'EMU. Se le banconote emesse in surplus dalla BCN X fossero chiaramente identificabili, non vi sarebbe problema. Supponiamo che vengano impiegate per acquistare beni del Paese Y (appartenente all'EMU) e che giungano alla BCN Y. Questa le identificherà, e le ritornerà alla BCN X in cambio dell'iscrizione di un credito (una sorta di "claim" Target 2).

BCN Y		BCN X	
Banconote X			Banconote X
+Credito verso			+Debito verso
Eurosistema			Eurosistema

Però le banconote non sono chiaramente identificabili per BCN di emissione.<sup>34</sup> Allora si presume che se un Paese emette più banconote di quelle allocate dalla regola "capital key", ciò costituisce una passività verso la BCE, tale e quale una passività Target 2. In effetti, ricalcolando i saldi netti complessivi tenuto conto sia dell'eccesso/difetto nell'emissione di banconote, che dei saldi T2 si hanno delle sorprese, come mostra la tabella 1.<sup>35</sup>

<sup>34</sup> E' vero che le banconote hanno una lettera che identifica l'emittente (S per l'Italia), ma esse circolano per cui una BCN quando emette banconote potrebbe utilizzare vecchie banconote emesse da un'altra BCN che ne frattempo le sono pervenute, ad esempio via turismo (v. Whittaker, 2011, nota 5).

<sup>35</sup> *Prof, ma chi emette di più dell'allocazione, comunque si appropria del signoraggio!* Giusta osservazione. Infatti i frutti del signoraggio sono messi in comune da tutti i Paesi dell'eurozona e redistribuiti in base alla "capital key". A ciascuno il suo.

**Table 1. Intra-eurosystem claims**  
**December 2015**      € billions

	Target2	banknote <sup>1</sup> adjustment	total	total as % of GDP
Austria	-29.2	28.2	-0.9	-0.3
Belgium	-7.8	11.9	4.1	1.0
Finland	20.1	4.0	24.1	11.7
France	-29.2	95.4 <i>e</i>	66.1	3.1
Germany	584.2	-297.8	286.4	9.8
Greece	-94.4	-19.6	-114.0	-64.2
Ireland	-3.0	-17.1 <i>e</i>	-20.1	-10.6
Italy	-248.9	32.3	-216.6	-13.4
Luxembourg	147.6	-92.7	54.9	112.3
Netherlands	54.7	45.8 <i>e</i>	100.5	15.2
Portugal	-61.7	34.7	-27.0	-15.5
Spain	-254.1	83.7	-170.4	-16.4
ECB	-83.8	86.7	2.9	
others	5.3	4.6 <i>r</i>	9.9	
sum	0.0	0.0	0.0	

*Negative numbers indicate amounts owed to other NCBs.*

<sup>1</sup>*An NCB with a negative banknote adjustment has issued a greater value of banknotes than its allocation.*

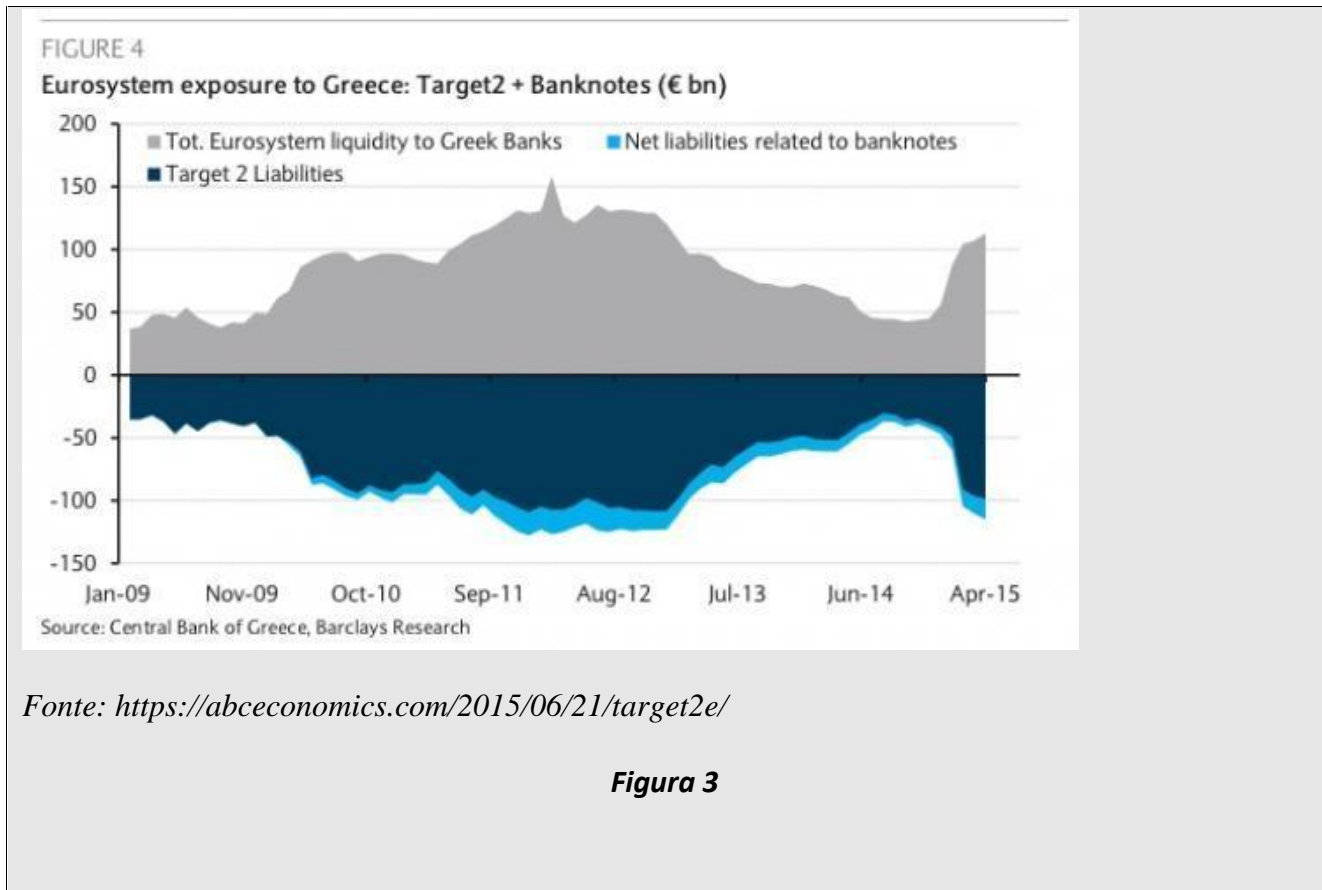
*e = estimate; r = residual*

*source: ECB (Target2); NCBs (banknote adjustment).*

Fonte: Whittaker (2016)

### Tabella 1

Come si vede, per esempio, l'attivo T2 della Germania si dimezza, tenuto conto del suo eccesso di emissione di banconote. La situazione greca invece peggiora (figura 3).



**5.2. (Riserve)** Vediamo ora l'altro caso di formazione di garanzie collaterali, relativo alle *riserve bancarie*. Si è sopra detto che l'ammontare di riserve obbligatorie non è di per se rilevante (un ordine di 100 miliardi di euro). Come sappiamo dalle *Sei lezioni* (Approfondimento B) l'ammontare di liquidità creato dall'Eurosistema a favore delle banche è però esploso dal 2008 (e in particolare dal 2011) oltre le necessità ordinarie (banconote e riserva obbligatoria). Sappiamo anche che tale creazione di liquidità è strettamente intrecciata con la vicenda Target 2 (si tratta in effetti di un'unica vicenda). Evidentemente tale creazione di liquidità ha dato luogo a un deposito di garanzie collaterali da parte delle banche presso le proprie BCN di ammontare che corrisponde, grosso modo, ai saldi T2. Vediamo meglio.

Supponiamo che Karl ordini il trasferimento del proprio deposito da Intesa a DB (tavola 15). Nel primo passaggio, Intesa si procaccia allo scopo un corrispondente ammontare di riserve presso la Bdl depositando un titoli a garanzia.<sup>36</sup> Nel secondo passaggio Intesa, come sappiamo, cancellerà il deposito di Karl e perderà un corrispondente ammontare di riserve presso la Bdl. Sappiamo anche

<sup>36</sup> Nel caso del APP/QE è la Bdl che acquista titoli da Karl (un investitore tedesco) che può voler riportare i fondi in Germania. In questo caso la Bdl acquisisce (da Karl) i titoli in via definitiva.



che la Buba intesterà un corrispondente ammontare di riserve alla DB e questa incrementerà il conto di Karl - non mostriamo in tavola il lato tedesco, ormai a voi arcinoto. Guardiamo invece il totale finale dello Stato Patrimoniale della Bdl: si vede che c'è una corrispondenza fra titoli a garanzia e saldo T2. Come ci ha sopra spiegato Cour-Thimann: *“Target balances, although not formally collateralised, reflect central bank operations that are collateralised”*.

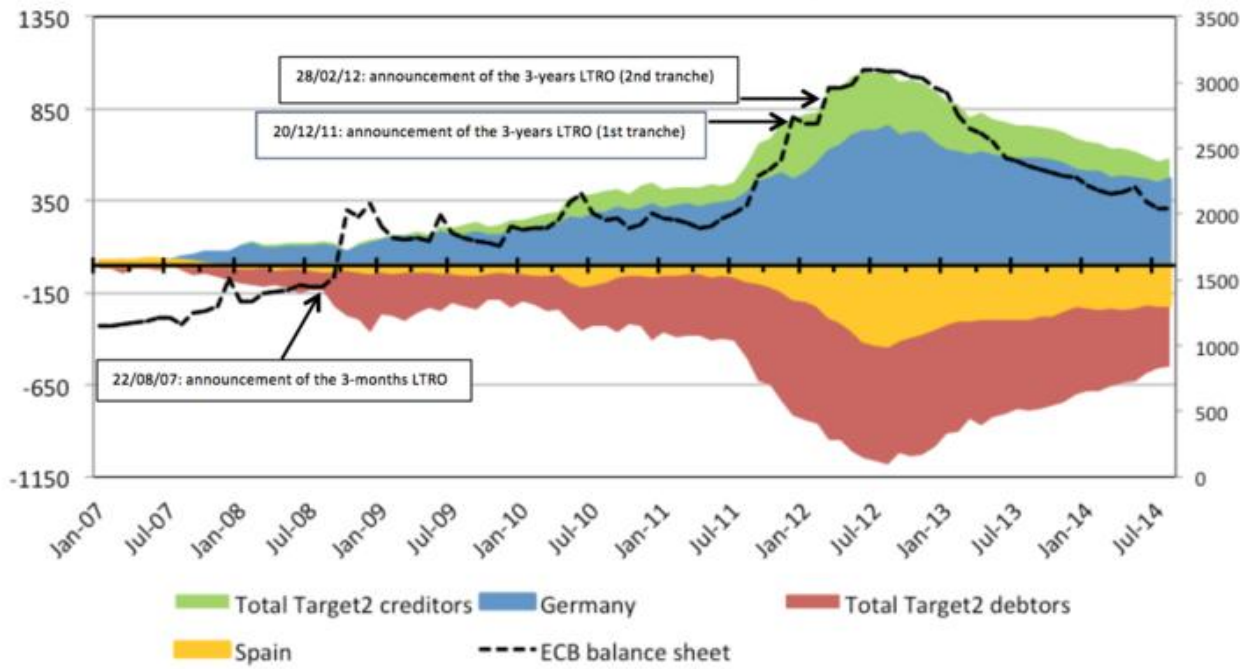
	Banca d'Italia		Intesa	
<i>1° step</i>	Titoli (dati in garanzia da Intesa)	+ Riserve (Intesa)	-Titoli	+ Riserve
<i>2° step</i>		-Riserve	-Riserve	-Deposito (Karl)
		+ Passività		
		Target 2		
	Titoli (dati in garanzia da Intesa)	Passività	0	0
		Target 2		
<i>finale:</i>				

**Tavola 15**

Vi è quindi un legame sostanziale fra creazione di liquidità verso i paesi periferici che nei fatti consente l'uscita di capitali da questi Paesi e saldi Target 2. Questa liquidità fluisce nei Paesi core, facendo crescere i saldi Target 2, ed è depositata dalla banche core nei conti di riserva e regolamento presso le rispettive BCN (*Sei lezioni*, Approfondimento A; Minenna 2017b).<sup>37</sup> Nel tempo questa creazione di liquidità dà luogo a un corrispondente accumulo di garanzie collaterali presso la BNC periferica che, grosso modo, corrisponde ai saldi T2. Poiché all'espansione della liquidità corrisponde un accumulo di titoli a garanzia presso le BCN periferiche, tale raccolta segue da vicino i saldi T2. La figura 4 mostra come l'espansione della liquidità da parte dell'Eurosistema (fondamentalmente a favore delle banche periferiche) segua quasi alla perfezione l'andamento dei saldi positivi Target 2 (quelli negativi, nella parte di sotto del grafico sono simmetrici). La figura 5 mostra il legame fra espansione dell'attivo della Bdl (dunque dei titoli in garanzia a fronte della liquidità creata) e i saldi T2 dell'Italia.

<sup>37</sup> Tecnicamente, nei bilanci delle BCN i saldi T2 sono fattori autonomi di creazione di liquidità più precisamente saldi attivi corrispondono a creazione di liquidità, saldi passività a distruzione di liquidità (perdita di riserve) (si veda Bindseil e König 2011, p. 34).

Figure 2: The ECB balance sheet expansion mirrors financed the Target 2 creditors (billions of euros)



Fonte: <http://bruegel.org/2014/12/the-ecbs-balance-sheet-if-needed/>

Figura 4



Fonte: Minnena 2017b

**Figura 5**

Se il Paese uscisse dunque dall'EMU, essendo le proprie banche fundamentalmente impossibilitate a restituire la liquidità in euro precedentemente ottenuta (che è defluita all'estero), la BCN del Paese che esce potrebbe utilizzare i titoli a garanzia per liquidare le passività nette T2 (la BCN tratterrebbe invece il collaterale relativo alle riserve delle proprie banche, riserve che saranno ridenominate nella nuova moneta).<sup>38</sup> Il problema è, come segnalato da Cour-Thimann, che le

<sup>38</sup> Come riassume efficacemente Econopoly (2017): in seguito, per esempio, a una uscita di capitale dall'Italia,

“Bundesbank, al fine di accreditare il conto di Joseph, ha dovuto creare moneta senza poter acquisire, in proprietà o in garanzia, attività finanziarie (oppure, senza acquisire riserve valutarie). Tali attività compaiono, invece, nell'attivo della banca d'Italia. Essendo un'area valutaria comune quanto sopra diventa indifferente: in aggregato non vi è più moneta rispetto alle attività finanziarie. ... Cosa succederebbe ... se l'Italia uscisse dall'euro? Che la Germania avrebbe attività patrimoniali minori rispetto alla moneta creata e, parallelamente, l'Italia avrebbe attività maggiori. E tale squilibrio deriva dal fatto che l'Italia, a differenza di quanto sarebbe accaduto perdendo le riserve valutarie, non ha mai perso le attività finanziarie contrapposte alla moneta. (segue pag. seguente)

turbolenze della rottura inciderebbero sul valore di mercato di quei titoli. Questa è la ragione per cui, sia l'economista che la Bundesbank ritengono che le perdite delle BCN creditrici verso il Paese uscente dovranno essere ripianati anche col ricorso alle altre misure – la principale delle quali, la condivisione delle perdite, può in verità ricadere sui rimanenti Paesi debitori T2, un incitamento affinché si uniscano al Paese uscente!

**Renegade Prof**, ogni tanto mi riassalgono i dubbi: ma se Karl ha i suoi soldi in banca, perché mai la Germania vuole anche quei titoli collaterali? Ricordi la storia del frigo Bosch (il nostro primo caso). Quello l'ha pagato la Buba intestando euro alla Bosch. Se poi la Grecia esce, è vero che Karl, dipendente della Bosch potrà usarli per comprare olive. Ma così il furbo greco si compra un secondo Bosch, meglio che al discount! E se invece i saldi T2 sono scaturiti da una uscita di capitali da parte di Carlo (il nostro secondo caso), se il Bel Paese poi esce dall'EMU rinnegando i saldi T2 e Carlo riporta i soldi a casa, l'Italia si ritrova con riserve valutarie in neu-DM (o euro se c'è ancora) senza aver esportato nulla. O se invece è Karl a vendere titoli italiani (fa parte sempre del secondo caso), di nuovo è *courtesy of* Buba che egli si ritrova il corrispettivo sul conto alla DB; se l'Italia esce e rinnega le passività nette T2, la Germania che all'inizio (via Karl) possedeva titoli italiani, ora possiede un bel nulla. E' vero che Karl se li può ricomprare con i neu-DM (o euro se c'è), e così l'Italia torna ora debitrice con Karl, ma con in più trovandosi un corrispettivo di neu DM (o euro) nelle riserve valutarie. Se infine i saldi T2 sorgono per l'acquisto di titoli di Stato italiani da parte

A dicembre 2016, banca d'Italia aveva base monetaria per circa 253 miliardi, di cui 181 in banconote e 72 in riserve bancarie. All'attivo aveva, tra le altre poste, 204 miliardi in prestiti al settore bancario e 337 miliardi in titoli, di cui i 210 miliardi in titoli di Stato acquistati nel corrente programma di acquisto straordinario di titoli. Per converso, Bundesbank aveva, tra banconote e riserve, circa 800 miliardi (più altri 327 miliardi di banconote supplementari), a fronte di prestiti al settore bancario per 68 miliardi di euro e titoli per 357 miliardi. I due stati patrimoniali riflettono, evidentemente, la circostanza che, a causa dello spostamento di riserve bancarie, Banca d'Italia ha molte più attività finanziarie che moneta e Bundesbank il contrario.

Posta la necessità del riequilibrio, si tratta di capire come potrebbe avvenire.

L'attività delle banche centrali nazionali dell'eurozona è effettuata sulla base del *framework* concordato in sede di consiglio direttivo della BCE e si riflette integralmente nell'attivo. Tale attivo garantisce che non vi sia – e comunque non rimanga in circolazione – più moneta di quanta ne sia necessaria. Ed è in tale attivo che si rispecchia la moneta creata per sostituire – anche in Italia – la liquidità defluita in occasione della fuga di capitali. Quindi, a fronte di 360 miliardi di passività per Target 2, ci sono 360 miliardi impiegati in attività (in titoli, prestiti garantiti da titoli). Va da sé che, in via ordinaria e teorica, il controvalore (una volta realizzato) di tali attività potrebbe essere girato verso l'eurosistema (e distribuito alle banche centrali che sono in credito) azzerando il 'debito' Target 2."

della Buba su commissione della Banca d'Italia (il nostro terzo caso), titoli tornano al Bel Paese *with the compliments of Buba*; se l'Italia esce rinnegando i saldi T2 si tiene i titoli, che all'inizio erano in mano a stranieri, e nulla deve alla Bundesbank.

Se il saldo T2 fosse scaturito da un rimpatrio di capitali da parte di non-residenti che ha trasformato il debito privato delle banche o quello dello Stato in una passività "ufficiale" Target 2, anche se i saldi venissero liquidati dall'Italia cedendo alla BCE titoli in garanzia posseduti dalle banche italiane, bene la posizione patrimoniale netta sull'estero del Paese non sarebbe mutata in quanto lo straniero avrebbe ora in mano non più un "claim" Target 2, ma "asset" italiani (titoli di Stato, finanziari ecc), rappresentativi di un credito verso l'Italia. Questo, da un lato, per ribadire che i saldi T2 vengono da debiti e tornano debiti; e dall'altro per ricordare che i debiti son saldati solo con beni reali (per esempio maggiori esportazioni) o valute internazionali, e non con altri debiti.

*Prof, ma se a uscire unilateralmente fosse la Germania? Se uscisse la Germania, l'UME non le rimborserebbe certo i suoi crediti T2, c'è par condicio da questo punto di vista: l'abbiam detto sopra, non è la medesima cosa se a stracciare un contratto è il debitore o il creditore. Va bene, chi rompe paga. Ma se si sfascia l'euro? Se si rompesse l'EMU, Sinn (2012) è molto pessimista:*

Unlike the marketable assets behind a country's net foreign asset position, the TARGET claims would lose their legal base, because they are claims against a system that would no longer exist and because there are no legal rules and specifications in the ECB system to handle such a case. The equity capital of the ECB itself would only be able to cover a tiny fraction of its TARGET liabilities.

Naturalmente esisteranno margini di mediazione, come ricorda Lenzi (2017) riprendendo (ma non citando) Karl Whelan (2013, p. 33) per cui, ad esempio, il Paese che esce con saldi negativi T2 potrebbe di comune accordo limitarsi a pagare solo gli interessi sul debito, magari con un piano di ammortamento pluriennale (Minenna 2017a). Tutto questo è plausibile che accada, specialmente se, come probabile, un'eventuale uscita di un Paese fosse riconosciuta da tutti come ineluttabile, e

dunque in un qualche modo politicamente accettata.<sup>39</sup> In via di principio uno “scurdammoce ‘o passato” non è possibile, in via pratica la storia guarda sempre avanti. Paradossalmente, nel caso di un completo break-up dell’euro, lo status dei saldi T2 diventa davvero sospeso, non c’è più la BCE e, come ci ricorda Fazi, i saldi T2 non sono obblighi bilaterali. Qualche sistemazione politica sarebbe prevedibile anche in questo caso, per esempio ridenominando i saldi in un nuovo ECU (la moneta virtuale al centro del vecchio SME e nonna dell’euro) e arrangiando una restituzione lenta e parziale dei debiti pregressi.

Quello che trovo infondato è sostenere che i saldi T2 siano mere scritture contabili relative al sistema dei pagamenti senza implicazioni creditorie/debitorie sostanziali. Può darsi che qualche giureconsulto sia in grado di costruire sopra i saldi T2 qualche arringa volta a sostenere che se un Paese esce nulla è dovuto. Ho l’impressione, tuttavia, che una corte internazionale chiamata a decidere ascolterebbe di più gli argomenti di sostanza, per cui dietro quei saldi vi sono debiti e crediti parte della Posizione patrimoniale del Paese. Certo, T2 è un mero sistema di pagamenti, che in un’unione monetaria incompleta come l’UME ha finito per caricarsi di compiti a cui non era predisposto. Un sistema del genere esiste anche per i pagamenti fra le diverse *Federal Reserve* degli Stati Uniti, che non coincidono peraltro con gli Stati locali. E’ vero che lì i saldi sono chiusi ogni anno (ad aprile), ma semplicemente spostando la quota di partecipazione al pool comune di titoli acquistati in via definitiva dall’insieme del Federal System nelle operazioni di politica monetaria.<sup>40</sup> E poi il sistema americano è una unione monetaria completa, dove non vi sono fughe di capitali, e con una redistribuzione delle risorse a favore delle aree più deboli o colpite da una crisi. Lì i saldi sono davvero solo contabilità. Il sistema europeo è più vicino (alla lettera, ahinoi non nello spirito) alla Clearing Union di Keynes in cui la Clearing Union ricicla il surplus di riserve dei

---

<sup>39</sup> Uscire dall’euro, peraltro, non implica uscire dal T2 a cui partecipano anche Paesi che non adottano l’euro: questi Paesi sono infatti tenuti ad avere sempre saldi T2 nulli. Se per esempio un danese effettua un pagamento di 1000 euro a un tedesco, la Buba accrediterà 1000€ alla banca tedesca, ma la Banca centrale danese dovrà versare 1000€ alla Buba (o Krone, se la Buba è d’accordo)

<sup>40</sup> Come nota Cour-Thinmann (2013, p. 32), le operazioni di politica monetaria condotte in maniera accentrata dalla Fed di New York portano alla costituzione di un pool di titoli in comune fra tutte le Feds che posso dunque essere redistribuiti sì da compensare gli squilibri Target (che lì si chiamano *Interdistrict Settlement Accounts*). Nell’Eurosystem le operazioni di politica monetaria *normalmente* non sono in via definitiva (sono pronti contro termine) e sono decentrate presso ciascuna BCN, per cui tale redistribuzione non è possibile. Se, ad esempio, l’operazione *straordinaria* di acquisto in via definitiva APP fosse condotta a livello della BCE e non decentrata, ecco che laddove questa operazione conducesse a squilibri T2 (come in effetti accaduto), una regolazione “all’americana” sarebbe possibile.

Paese in avanzo di partite correnti a favore dei Paesi in disavanzo, finanziandoli e dando a costoro il tempo di aggiustare i propri conti esteri senza manovre deflative (e potendo ricorrere alla svalutazione) (v. Cesaratto 2013).

## 6. Verità politica: Target 2 come l'incubo del mercantilista

Naturalmente c'è una verità politica su Target 2, ed è relativa al fallimento dell'UME (Cesaratto 2017). Come spiega Ramanan (v. anche De Grauwe e Ji 2012), i crediti Target 2 tedeschi sono anche frutto della sua politica mercantilista, ma si possono trasformare nel suo incubo:

A nation's net wealth is the value of its real assets and its net international investment position. This definition has a Mercantilist [sic] bias but they have been proven right many times! A loss of Germany's TARGET2 balance will represent a loss to Germany as a whole. ... At any rate, Germany's wealth which it earned in all these years would have reduced – a Mercantilist's nightmare. (Ramanan 2011)

Un'altra verità politica è che tanti guai all'Italia sono stati causati dal ritardato intervento della BCE fra il 2011 e il 2012, dall'austerità, dai due pesi e due misure nel trattare le violazioni dei Trattati, pignoli con l'Italia, tolleranti con Spagna, Francia e Germania. Si sostiene che la minore tolleranza verso il nostro Paese sia dovuta all'elevato debito pubblico. Ma la Spagna ha un elevato debito privato, accanto a un significativo debito pubblico, e la quota dei debiti pubblico e privato detenuto da stranieri è pari al 90% del Pil spagnolo. Alla Spagna si concedono spazi fiscali contrabbandando la sua crescita come dovuta alla dura riforma del mercato del lavoro attuata da quel Paese.

### Appendice 1 - La relazione fra saldi Target 2, emissione banconote e stati patrimoniali delle BCN<sup>41</sup>

**1. Target 2 e BCN.** Nella sezione 1.1 abbiamo commentato lo stato patrimoniale della banca centrale, per l'UME parliamo più precisamente del bilancio consolidato dell'Eurosistema. Articoliamolo meglio nella figura seguente:

---

<sup>41</sup> Questa appendice trae ispirazione da Jobst (2011)

Eurosistema	
<i>Attività</i>	<i>Passività</i>
Operazioni di - rifinanziamento (MRO+LTRO)* - acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	Banconote
- altri asset (oro, valute)	Riserve"
<i>Note: * con titoli in garanzia per la durata dell'operazione. " depositi delle banche commerciali.</i>	
<i>Stato patrimoniale dell'Eurosistema</i>	

Tale stato patrimoniale consolida quelli delle due BCN che per semplicità lo compongono, che all'inizio appaiono come segue:

BCN A (core)		BCN B (periferia)	
<i>Attività</i>	<i>Passività</i>	<i>Attività</i>	<i>Passività</i>
- rifinanziamento (MRO+LTRO) - acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	Banconote	- rifinanziamento (MRO+LTRO) - acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	Banconote
- altri asset (oro, valute)	Riserve	- altri asset (oro, valute)	Riserve
<i>Stato patrimoniale delle BCN I</i>			

Supponiamo poi che la BCN B effettui un acquisto di titoli in via definitiva (è la medesima cosa se supponessimo una nuova operazione di rifinanziamento) e crei in tal modo liquidità. Se quest'ultima è trasferita nel paese A, una fuoriuscita di capitali da B per una delle ragioni narrate nella sezione 2, questo trasferimento dà luogo a un passività Target 2 per la BCN/B; al contempo la BCN/A vede aumentare la liquidità che le banche commerciali detengono nei conti presso di essa (come eccesso di riserve rispetto alle riserve obbligatorie), che costituiscono per lei passività aggiuntive, ma al contempo si iscrive un corrispondente attivo Target 2:



BCN A (core)		BCN B (periferia)	
<i>Attività</i>	<i>Passività</i>	<i>Attività</i>	<i>Passività</i>
- rifinanziamento (MRO+LTRO) - acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	Banconote	- rifinanziamento (MRO+LTRO) - acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	Banconote
attivo Target 2	nuovi depositi banche comm.*	- nuovo acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	passività Target 2 (liquidità finita a BCN/B)
- altri asset (oro, valute)	Riserve	- altri asset (oro, valute)	Riserve
<i>Note: * riserve in eccesso</i>			
<i>Stato patrimoniale delle BCN II</i>			

Le banche commerciali del paese A, che hanno eccesso di riserve, potrebbero anche voler ridurre l'accesso alle operazioni di rifinanziamento (MRO+LTRO) a fronte dell'obbligo di riserva e dell'emissione di banconote, per cui la situazione finale potrebbe essere la seguente:

BCN A (core)		BCN B (periferia)	
<i>Attività</i>	<i>Passività</i>	<i>Attività</i>	<i>Passività</i>
- rifinanziamento - acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	Banconote	- rifinanziamento (MRO+LTRO) - acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	Banconote
attivo Target 2	Eccesso di riserve	- nuovo acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	passività Target 2
- altri asset (oro, valute)	Riserve	- altri asset (oro, valute)	Riserve
<i>Stato patrimoniale delle BCN III</i>			

**2. Banconote e BCN.** La fuoriuscita di capitali potrebbe infine manifestarsi anche come ritiro di banconote agli sportelli delle banche commerciali del paese B, che dovrebbero così ricorrere a un maggiore rifinanziamento presso la propria BCN/B e oltrepassare la propria quota di emissione di banconote. La situazione finale potrebbe apparire così:

BCN A (core)		BCN B (periferia)	
Attività	Passività	Attività	Passività
- acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	Banconote	- rifinanziamento (MRO+LTRO)	Banconote
attivo da difetto emissione banconote		- acquisto di titoli in via definitiva (SMP, APP)	
- altri asset (oro, valute)	Riserve	- nuovo rifinanziamento	passività da eccesso emiss. banconote
		- altri asset (oro, valute)	Riserve
<i>Stato patrimoniale delle BCN IV</i>			

La BCN/A può iscrivere all'attivo il difetto nell'emissione di banconote, ciò che può comportare un minore ricorso alle operazioni di rifinanziamento delle banche commerciali A.

Econopoly (2017) presenta un esempio che presentiamo qui con qualche modifica ed emendamento. L'Eurosistema è formato da BCE, Bdl e Buba. L'allocazione delle banconote avviene ex post nel modo seguente.<sup>42</sup> Si verifica la quantità emessa da ciascuna BCN,<sup>43</sup> in questo caso 500 € per ciascuna. Ciascuna BCN ha dato in garanzia 1000 di titoli anche a fronte di 500€ di riserve).<sup>44</sup> La regola che l'Eurosistema si è dato è che l'8% delle banconote totalmente emesse (1000€) risulti emesso dalla BCE (80€) e riassegnato alle BCN - 40€ cadauna secondo la *capital key* che nell'esempio è 50% ; e il 92% ripartito fra le BCN secondo la *capital key*, dunque 460€ di emissione cadauna, come mostrato nella figura I.

Banca d'Italia		BCE		Bundesbank	
titoli 1000	Emiss. banconote 500	crediti 80	banconote 80	titoli 1000	emiss. Banconote 500
	(allocazione: 460+40)				(allocazione: 460+40)
	riserve 500				riserve 500
1000	1000	80	80	1000	1000
<i>Econopoly I</i>					

<sup>42</sup> "Allocation" è il termine utilizzato dalla BCE, si veda Handig and Holzfeind (2007) per una esposizione delle regole seguite.

<sup>43</sup> La quantità emessa è su domanda del pubblico. La BCN deve soddisfare tale domanda altrimenti le banche commerciali che fronteggiano il pubblico dovrebbero procacciarsi riserve nell'interbancario (da scambiare con banconote presso la BCN), facendo lievitare il tasso obiettivo a breve che la BCE persegue in quel mercato. E' un altro aspetto in cui si manifesta l'endogenità della moneta.

<sup>44</sup> Realisticamente la proporzione fra banconote e riserve dovrebbe essere circa 10 a 1 piuttosto che 1 a 1. Ma questo è un esempio.

Seguendo l'esempio di Econopoly, supponiamo che la Bdl emetta successivamente 100€ di banconote aggiuntive (se i soggetti scambiano depositi con banconote la domanda di riserve diminuisce ma con coefficiente di riserva all'1% questo è irrilevante). Il totale dell'emissione diventa 1100€, di cui l'8% pari a 88€ emessi dalla BCE. L'allocazione del restante 92% si calcola facilmente:  $(1100 - 88)/2 = 506€$  per ciascuna BCN. La Banca d'Italia emette 600€ di banconote (figura II), in eccesso di 50€ a fronte di una allocazione di 550€, dovuta a 506€ di emissione pro-quota e 44€ di banconote ricevute dalla BCE. Simmetricamente la Bundesbank emette 500 €, in difetto di 50€ sulla sua allocazione di 550€, che fa seguito a 506€ di emissione pro-quota e 44€ di banconote ricevute dalla BCE. La Bdl ha così una passività verso la BCE mentre la Buba ha una attività. Questo attivo fa in maniera che il deposito di titoli da parte della Bundesbank possa scendere a 950€.

Banca d'Italia			BCE			Bundesbank		
titoli 1100	emiss. banconote 600		crediti 88	banconote 88		titoli 950	emiss. Banconote 500	
	(allocazione = 506+44)						(allocazione = 506+44)	
	riserve 500						riserve 500	
	aggiustamento 50		aggiust.Bdl 50	aggiust.Buba 50		aggiustamento 50		
1100	1100		148	148		1000	1000	
			<i>Econopoly II</i>					

Possiamo immaginare che l'eccesso di emissione di banconote della Bdl venga depositato in Germania (una fuga di capitale con la valigia, vecchio stile). Le banche tedesche si vedono così arrivare 50€ di banconote che soddisfano parte della necessità di emissione, e quindi possono ritornare 50€ alla Bundesbank ricevendo indietro 50€ di titoli. Questa chiusura, in linea con la figura *BCN III* sopra, sembra tuttavia molto ad hoc, per cui un supplemento di indagine è richiesto.

### Appendice 2 - Quell'accomodante di Target 2: analogie fra Target 2 e RU in cambi fissi

Per analizzare la relazione fra saldi Target 2 e Bilancia dei pagamenti, e l'analogia fra saldi T2 (in una unione monetaria) e variazione delle riserve ufficiali (in un sistema a cambi fissi), faremo **due casi**: 1) Variazioni RU/T2 dovute a "fattori reali", ovvero a variazioni del saldo delle partite correnti (P/C); 2) Variazioni RU/T2 dovute a "fattori finanziari", ovvero uscite di capitali dovute, rispettivamente, a residenti o non residenti. Cominciamo col primo caso in cui fissiamo anche le relazioni contabili.

1) In tema di bilancia dei pagamenti (BdP), vale l'identità:<sup>45</sup>

**saldo delle partite correnti + saldo conto capitale = saldo conto finanziario (flussi netti di capitale e variazione delle riserve ufficiali)**

Trascuriamo il conto capitale che rileva poco:

**saldo delle partite correnti = saldo conto finanziario**

Il saldo del conto finanziario è dato (al netto della variazione delle RU) da:

**saldo conto finanziario = variazione delle attività verso l'estero dei residenti - variazione delle passività verso l'estero dei residenti**

Raccordo con le [Sei lezioni](#). Nel libro (p. 187) uso la vecchia (e più chiara) struttura della bilancia dei pagamenti:

**saldo delle partite correnti - saldo movimenti di capitale (flussi netti di capitale) = variazione delle riserve ufficiali<sup>46</sup>**

Il senso dell'identità era che se, per esempio, le partite correnti sono in disavanzo determinato, per così dire, da "fattori reali" (come commercio con l'estero; flussi di reddito dovuti a investimenti internazionali e a mobilità del lavoro; trasferimenti finanziari ufficiali), tale disavanzo va "accomodato" o da adeguati ingressi netti di capitale estero (cioè prestiti), o in maniera residuale da una diminuzione delle riserve ufficiali (RU).

Il raccordo è

**saldo delle partite correnti = saldo conto finanziario = saldo movimenti di capitale + variazione delle riserve ufficiali**

In sostanza, dunque, il saldo conto finanziario è uguale al saldo dei movimenti di capitale, *includendovi però anche la variazione delle RU*, infatti:

**saldo conto finanziario - variazione delle riserve ufficiali = saldo movimenti di capitale**

<sup>45</sup> Una identità è una uguaglianza vera per definizione. Sulla bilancia dei pagamenti si veda le [Sei lezioni](#), cap. 4.

<sup>46</sup> Da notare che il "saldo dei movimenti di capitale" non ha a che fare col "saldo conto capitale" della nuova nomenclatura, qui peraltro trascurato per la sua irrilevanza e per evitare ulteriori confusioni.

Ramanan (2016) distingue all'interno della BdP, seguendo James Meade, fra flussi autonomi e flussi accomodanti (Meade fu un genuino allievo di Keynes, che già conoscete da Bagnai per uno dei primi paper degli anni cinquanta contro l'unificazione monetaria europea). Vi ricordate dal libro, la BdP è sempre contabilmente uguale a zero:

$$\text{saldo delle partite correnti} - \text{saldo conto finanziario} = 0$$

Le grandezze che determinano il saldo delle partite correnti sono dal punto di vista della BdP tutti fattori autonomi che dipendono da fattori reali, come sopra ricordato. Invece parte delle grandezze che determinano il saldo finanziario sono accomodanti. In particolare sono accomodanti parte dei flussi di capitale che vanno a finanziare il disavanzo delle P/C,<sup>47</sup> e la diminuzione delle RU, laddove il flusso di capitali "accomodanti" non fosse sufficiente.<sup>48</sup> Con riferimento all'UME, un esempio di flusso di capitali accomodante è il ricorso al mercato interbancario europeo da parte delle banche quando, per esempio a causa di squilibri commerciali, perdono riserve. *Ma prof, nel mercato europeo non vi sono le variazioni delle RU come grandezza accomodante!* Infatti, questo ruolo è svolto da Target 2!

In sostanza, in un sistema di cambi fissi, quando il flusso netto di capitali dall'estero è insufficiente, l'accomodamento di ultima istanza di squilibri delle P/C è svolto dalle variazioni delle RU, in una unione monetaria dalle variazioni nei saldi Target 2.

---

<sup>47</sup> Sono invece di natura "autonoma" i flussi di investimenti diretti (quelli relativi a investimenti produttivi). La questione, come spesso accade nella vita, è più complessa. In generale tutti i flussi di capitale sono "autonomi", nel senso che in ciascun Paese i residenti (alcuni residenti, via!) investono all'estero e contraggono prestiti dall'estero per svariati motivi. Questi sono i flussi *lordi* di capitale (variazione dei prestiti e dei crediti). La dimensione di questi flussi è enorme (Borio e Dysiatat 2011), nel caso italiano non particolarmente eclatante, rapportato all'anno circa una volta e mezzo il Pil. Per definizione un Paese con PC in disavanzo ha un identico flusso netto di capitali (pari alla differenza fra la variazione dei prestiti e quella dei crediti). Questo saldo netto coincide con il flusso di capitali accomodante.

<sup>48</sup> Questo, nota Ramanan, è strettamente vero solo in un sistema di cambi fissi, in cui un Paese si impegna alla piena convertibilità della propria moneta in monete di riserva (valute internazionali). Infatti in un sistema di cambi flessibili "puro", se il flusso di capitali accomodanti fosse inadeguato a finanziare un disavanzo di P/C, le autorità di politica monetaria lascerebbero deprezzare il cambio fino all'aggiustamento delle P/C senza intaccare le RU. In un sistema di cambi fissi, ove v'è un impegno alla stabilità del cambio, per evitare il deprezzamento della divisa nazionale le autorità di politica monetaria devono ricorrere al finanziamento accomodante delle RU (queste ultime sono, per così dire, "the accommodative item of last resort"), o a prestiti "ufficiali" dall'estero (vale a dire un prestito di monete di riserva).

Non sorprende dunque che i saldi Target 2 siano stati assimilati a delle RU. Per esempio Durand e Villemot (2016, pp. 32-3) scrivono:

“To put it simply, TARGET2 balances play the same role within the EMU as foreign exchange reserves play in a fixed exchange rate regime (...). They move every time a current account operation is not matched by a capital operation.”<sup>49</sup>

<sup>49</sup> Vedi anche Erler e Hohberger (2014 pp. 6-7) e gli autori lì citati:

“we make use of the balance of payment identity [vecchio stile]:

$$CA + KA + \Delta S = 0 \quad (1)$$

where  $KA = KI - KE$ . The current account balance, CA, mirrors the capital account balance, KA, defined as the difference of private and public capital imports KI over capital exports KE. The term  $\Delta S$  displays the balance of payment equilibrating mechanism and should be zero in floating exchange rate regimes. In a fixed exchange rate regime the term  $\Delta S$  corresponds to the changes in foreign exchange reserves. Assuming a country whose current account deficit cannot be financed by capital inflows (net borrowing), the central bank sells her foreign reserves to provide domestic debtors with foreign currency to balance their liabilities. In a currency union, e. g. the EMU, the foreign reserves ( $\Delta S$ ) are replaced by TARGET2 balances due to the loss of autonomous monetary policy and the abandonment of national currencies (...)

The similar adjustment mechanism of foreign reserves and TARGET2 balances is illustrated in a very stylized balance sheet of a central bank (see Figure 3). We assume two current account surplus countries, one in a fixed exchange rate regime (e.g. China) and one in a currency union (e.g. Germany as member of the EMU).

Fixed Exchange Rate Regime				Currency Union			
A		L		A		L	
Reserves	10	Base Money	100	Reserves	10	Base Money	100
Domestic Credit	90			Domestic Credit	90		
-----							
Reserves	+ 5	Base Money	+ 5	Target Claims	+ 5	Base Money	+ 5

*Figure 3: Central bank's balance sheet.*

Basically, assets like gold, government bonds, and foreign reserves (Reserves) as well as loans granted to commercial banks (Domestic Credit) are booked on the left-hand side, while the financing base (Base Money), which has been created by the central bank, is booked on the right-hand side among the liabilities. In a fixed exchange rate regime without corresponding net private capital outflows the central bank of a current account surplus economy has to accumulate foreign exchange reserves to avoid an appreciation pressure on the nominal exchange rate, and hence, increasing the monetary base. .... In the case of a currency union the accumulation of foreign reserves is replaced by creating TARGET2 claims vis-à-vis the deficit countries to substitute for private capital flows.”

**Riassumendo:**

In cambi fissi:

**saldo delle partite correnti - saldo conto finanziario (netto della variazione delle RU) = variazione delle RU (nuova definizione)**

**saldo delle partite correnti - saldo movimenti di capitale = variazione delle RU (vecchia definizione)**

In una unione monetaria:

**saldo delle partite correnti - saldo conto finanziario (netto della variazione dei saldi T2) = variazione dei saldi T2**

Come già osservato, la differenza è che i saldi T2 sono formalmente illimitati, mentre le RU sono a esaurimento. L'austerità è appunto finalizzata a bloccare l'espansione dell'indebitamento estero dei Paesi periferici sotto forma di aumento dei saldi T2 (anche se ufficialmente finalizzata a bloccare l'espansione del debito pubblico).

**Concludendo**, se il mercato interbancario *non* è rotto, a fronte di un disavanzo delle P/C, normalmente si ha:

$$\begin{array}{c} \uparrow \\ \text{disavanzo delle P/C} - (\text{U attività estere} - \text{U passività estere}) = \text{U passività T2} \end{array}$$

Ma se il mercato interbancario è rotto si ha:

$$\begin{array}{c} \uparrow \\ \text{disavanzo delle P/C} - (\text{U attività estere} - \text{U passività estere}) = \text{U passività T2} \end{array}$$

2) Esaminiamo ora gli altri due casi.

Il saldo del conto finanziario, la differenza fra i crediti e i debiti che il Paese vanta verso l'estero, è come s'è visto:

**saldo conto finanziario = variazione delle attività verso l'estero dei residenti - variazione delle passività verso l'estero dei residenti**

La relazione scritta sopra:

**saldo delle partite correnti - saldo conto finanziario = variazione dei saldi T2**

può dunque essere scritta come:

**saldo delle partite correnti – (variazione attività verso l'estero - variazione passività verso l'estero) = variazione dei saldi T2**

Su questa base, esaminiamo dunque gli altri due casi, quello di Carlo (o il suo fondo di investimento) che trasferisce un deposito (per esempio) in Germania e quello di Karl che rimpatria un investimento in titoli italiani di cui si è disfatto.

*2A) Fughe di capitali da parte di residenti (Carlo)*

Quando Carlo trasferisce dei fondi in Germania aumentano le *attività* patrimoniali italiane verso l'estero (immaginate che Carlo investa i suoi fondi in titoli tedeschi). Al contempo tuttavia, il trasferimento dei fondi ha comportato un corrispondente accrescimento delle *passività* Target 2, per cui si ha ( $\Delta$  sta per variazione):

$$\text{saldo delle P/C} - (\overset{\uparrow}{U \text{ attività estere}} - U \text{ passività estere}) = U \overset{\uparrow}{\text{passività T2}}$$

Si vede dunque come la posizione patrimoniale netta del Paese non sia mutata, attività e passività si sono accresciute nella medesima misura. Di nuovo, i saldi Target 2 fungono da voce accomodante, quanto le RU in un sistema a cambi fissi - sebbene il primo sia in via teorica inesauribile, e le secondo no. Possiamo anche aggiungere qualcosa di suggestivo. Scriviamo la relazione includendo, come più corretto (credo) dal punto di vista formale, le passività T2 fra le passività del conto finanziario:

$$\text{saldo delle P/C} - [U \overset{\uparrow}{\text{attività estere}} - (U \text{ passività estere} + U \overset{\uparrow}{\text{passività T2}})] = 0$$

In questo modo è possibile vedere come l'accrescimento delle passività nette T2 sia assimilabile a un prestito di RU da parte di Paesi o enti stranieri volto a impedire, nel caso di una fuga massiccia di capitali, un deprezzamento del cambio in un sistema a cambi fissi, o un "rischio di ridenominazione" (con successivo deprezzamento della nuova valuta nazionale) in una unione monetaria.

*2B) Fughe di capitali da parte di non residenti (Karl)*

In questo caso, quando Karl (o il suo fondo di investimento tedesco) rimpatria i capitali dall'Italia, diminuiscono le passività del nostro Paese accrescendosi tuttavia le passività Target 2:

$$\text{saldo delle P/C} - [U \overset{\downarrow}{\text{attività estere}} - (U \text{ passività estere} + U \overset{\uparrow}{\text{passività T2}})] = 0$$



Nuovamente la posizione netta sull'estero del Paese non è mutata (com'è ovvio), sebbene sia mutata la composizione delle passività – più “ufficiali” che private.<sup>50</sup> E di nuovo questo suggerisce che l'aumento delle passività T2 sia assimilabile a un prestito ufficiale di RU da parte di Paesi o istituzioni straniere. Le similitudini fra un regime di cambi fissi e un'unione monetaria sono dunque profonde, com'è ovvio del resto, essendo la seconda un caso estremo del primo.

### **Appendice 3 - Rassegna stampa, ovvero la fantasia al potere**

“Allora, in realtà questa mattina...”, come esordisce il simpatico Massimo Bordin nella sua ottima rassegna stampa, cosa hanno detto i giornali su Target 2?

Carlo **Milani** su *Econopoly* è allarmista:

Se il dato dei 360 miliardi di debito verso il Target2 ha destato particolare scalpore, bisogna tener presente che il debito estero netto (privato e pubblico) verso l'estero è ben più ampio, essendo pari complessivamente a 980 miliardi di euro nel 2015, ovvero il 60% del Pil. Le statistiche relative al 2016 non sono ancora disponibili ma presumibilmente questo debito potrebbe essere ulteriormente cresciuto, stante anche il balzo del saldo del Target2 per effetto del QE.

Peccato che il “debito estero netto (privato e pubblico) verso l'estero”, tecnicamente la Posizione netta sull'estero del Paese sia molto migliore, nel III trimestre 2016 (ultimo dato disponibile) era di -292 miliardi di € (Banca d'Italia 2016). Inoltre di per sé un aumento dei saldi Target 2 causato da fughe di capitali o dal QE della BCE non comporta un peggioramento della PNE. Nel primo caso all'incremento dei saldi negativi T2 si accompagna un aumento degli attivi detenuti dai residenti sull'estero (o se le fughe sono opera di non-residenti, come nel 2011-12, all'incremento dei saldi negativi T2 si accompagna una diminuzione degli attivi sull'Italia dei non-residenti). Nel secondo caso, all'incremento dei saldi negativi T2 verso la Buba si accompagna un minore numero di titoli di Stato detenuti da stranieri. Pari patta in ambedue i casi, sembrerebbe.

Nulla da dire su **Lenzi** che, ragionevolmente, prefigura una situazione negoziale dagli esiti incerti - ma da ultimo anche il debitore ha una sua forza, specie quando c'è da rimettere in piedi un'area valutaria terremotata. Ragione dunque per evitare di parlare di rottura dell'euro? L'euro cadrà se e quando persino chi oggi dà del populista agli anti-euro dirà *ya-basta*, questo è troppo.

---

<sup>50</sup> Il caso dell'incarico di acquisto di titoli del Tesoro che la Bdl affida alla Bundesbank nell'ambito del QE è assimilabile a questo caso: diminuiscono le passività verso l'estero, in quanto la Bdl entra in possesso di titoli di Stato precedentemente detenuti da stranieri, ma aumentano le passività T2.

**Minenna** (2017b) ritiene che, dopo un'eventuale uscita, la regolazione (magari negoziata) dei saldi T2 sia un prerequisito per rientrare nel sistema T2 come sistema di pagamenti internazionale (come fanno alcuni Paesi dell'UE che non hanno adottato l'euro). Naturalmente neppure questo rientro sarebbe obbligatorio, ma certamente sarebbe una complicazione in più. La questione ha un non irrilevante aspetto tecnico: **quanto la Bdl può staccare la spina e rendersi autonoma da T2 nella gestione dei pagamenti domestici in tempi ragionevoli?** In Bdl si è doverosamente studiato il problema? Voglio credere che sia così (ma davvero non ho informazioni in merito).

**Thomas Fazi** respinge l'idea che ai saldi Target 2 corrisponda formalmente un indebitamento dell'Italia verso la Germania, ciò che nessuno ha mai sostenuto. L'indebitamento è con la BCE. La sua attenzione si concentra tuttavia su i passi dell'*Annual Report* della Bundesbank (2011, p. 50), già sopra commentati, in cui essa appare indicare che sebbene all'inizio i saldi negativi Target 2 della BCN di un Paese in uscita "would initially persist in the same amount", nel caso questo Paese non potesse ottemperare al debito, allora si negozierebbe e l'eventuale debito residuo sarebbe suddiviso fra le BCN rimanenti.<sup>51</sup> Da questo si evince che nell'"unlike case" di una uscita<sup>52</sup> se c'è difficoltà a ripagare il debito *cash*, si seguirà una procedura negoziale, nulla di più, ma anche nulla di meno. Un debito non è dunque meno debito perché non potendolo ripagare si negozia! Circa poi la tranquillizzazione che dovrebbe derivare ai Paesi creditori dal "risk sharing" abbiamo già detto (chiedetelo agli spagnoli quanto sarebbero felici di rifinanziare la Buba nel caso di un Italexit!).<sup>53</sup> E questo vale anche per la ricapitalizzazione della Bundesbank (e delle altre banche

---

<sup>51</sup> Richiamando di nuovo la posizione della Bundesbank: "One hypothetical case under public debate in which parts of the negative TARGET2 balances might be transformed into actual balance sheet risks could occur if a member state were to exit monetary union. Such a case is unlikely and not provided for in the terms of the Treaty on the Functioning of the European Union. However, should a country with TARGET2 liabilities opt to leave the euro area, any claims the ECB might have on the national central bank of that country would initially persist in the same amount. If the exiting central bank proved unable to repay its liabilities despite loss offsetting within the Eurosystem and the collateral available, it would be necessary to devise a solution for the outstanding amount. Only if and when a residual claim were deemed unrecoverable would the ECB actually recognise a loss by virtue of writing it off as a bad debt. Compensation for any losses incurred by the ECB would be decided by the NCBs in their capacity as shareholders on the ECB Governing Council, based on a capital majority. Any participation in the ECB's loss would have the effect of reducing the profits of the NCBs and, for example in the case of Germany, reduce the Bundesbank's TARGET2 claims on the ECB. (Bundesbank 2011, p. 50)".

<sup>52</sup> Come dicono sugli aerei "In the unlikely event of an emergency...". Gli aerei cadono, ahimé.

<sup>53</sup> Come dice (bene) Ramanan (2012b): "This is misleading to the core. Firstly if the debtor nations default the creditor nations suffer in full. So if Bundesbank's losses are low, other creditor nations'

centrali) che, appunto, non è il problema (la non esistenza di un problema non implica che un altro problema, la perdita sui crediti esteri, sia risolto!). Insomma, considerare la questione delle passività nette T2 una “fake news”, come fa Fazi, è a dir poco riduttivo.

**Carlo Clericetti** appare impreciso nell'illustrare il funzionamento di Target 2. Dal suo esempio - il signor Brambilla che compra una Mercedes - Clericetti evince che:

i soldi sono usciti dalle tasche del signor Brambilla e sono entrati sul conto della Mercedes: né le banche commerciali, né quelle centrali, hanno speso o incassato: hanno solo registrato lo spostamento del denaro. Ebbene, questa registrazione va ad alimentare il saldo di Target 2 dei due paesi e in questo caso per noi il saldo dell'operazione è negativo e per la Germania positivo. Ma perché mai questo saldo dovrebbe essere considerato un debito reale?

E' un debito perché la Mercedes l'ha pagata la Buba creando euro (una passività per lei) avendo in cambio un “claim” Target 2 (iscritto fra le sue attività) a cui corrisponde una nuova passività per la Bdl. Fuori dalla moneta unica l'Italia avrebbe dovuto versare dollari o altre valute pregiate (o se avesse pagato in lire, avrebbe dovuto assicurarne la convertibilità in valuta pregiata, garanzia che si può dare nei limiti delle riserve valutarie disponibili). Per spiegare l'insorgere di un debito T2 non c'è dunque bisogno di un “ulteriore passaggio”, come sostiene Clericetti.<sup>54</sup>

A sentire il prof. **Andrea Terzi (2017 a/b)**, il quesito dei due eurodeputati non era se il debito Target 2 andasse regolato, ma come, e a questo Draghi non avrebbe risposto. Non si sa, dice il professore. Supporrei che oro, dollari, titoli o imprese pubbliche andrebbero bene. Ma al prof. piace fare l'enigmatico, per cui “comunque, dovesse l'Italia secedere dall'euro, i problemi sarebbero ben più complessi di quelli legati al rimborso dei saldi Target.”<sup>55</sup>

---

losses will be high. Also, Bundesbank suffers due to losses incurred by other NCBs of creditor nations such as Belgium since these losses are shared. Secondly, the capital key would be some sort of weighted key among the creditor nations' central banks and will be higher.”

<sup>54</sup> L'“ulteriore passaggio” contiene una svista: se Unicredit avesse riserve insufficienti sarebbe la Bdl a rifinanziarla con le normali operazioni di rifinanziamento; queste operazioni di rifinanziamento sono cosa diversa da Target 2 e riguardano Bdl e una banca italiana (BCE e Buba non c'entrano nulla) [in una mail privata Clericetti riconosce la svista]. “Scenari economici” si schiera anche fra i negazionisti, ma le sue argomentazioni mi appaiono un po' involute, certamente a causa della mia limitata comprensione (<http://scenarieconomici.it/le-contraddizioni-di-draghi-sul-target-2-ed-i-suoi-timori-per-la-prossima-esplosione-delleuro/>).

<sup>55</sup> Il prof. Terzi nega anche che i saldi T2 abbiano a che fare con problemi di partite correnti. “E in 18 anni di euro il saldo TARGET2 della Banca d'Italia non si è mai mosso in sintonia col saldo delle partite correnti con l'estero. Dunque la competitività della Germania qui è irrilevante” (discussione

Fra gli esperti ascoltati dal **CSEPI** prevale l'idea, giusta, di una prova muscolare di Draghi a fronte di un evento ritenuto possibile (così Seccareccia, Garbellini e Terzi). Garbellini condivide però il benaltrismo del prof. Terzi ("L'unica cosa che mi sento di affermare è che per l'Italia, in caso di uscita, la questione dei saldi Target2 e della loro gestione sarebbe decisamente il minore dei problemi. Altre e ben più complesse sarebbero le questioni da affrontare."), per lo più gli "esperti" si limitano a evocare la procedura del "risk sharing", senza discuterla a fondo.

**Econopoly (2017)** spiega in maniera pregevole alcuni meccanismi di Target 2.<sup>56</sup> Peccato che però nel tirare le conclusioni sostenga che, se capisco bene, laddove l'Italia non pagasse i saldi T2 cedendo un corrispondente ammontare di *asset*, la Bundesbank avrebbe perso il controllo della base monetaria e ciò genererebbe potenziale inflazione (acquisendo invece quegli *asset*, la Buba potrebbe assorbire la liquidità in eccesso con operazioni di mercato aperto). Ora, è certamente vero che all'aumento delle passività T2 della periferia è corrisposta una quantità notevole di liquidità depositata dalle banche tedesche sui conti di riserva (in enorme eccesso rispetto alle necessità di riserva obbligatoria). Tuttavia tale eccesso di liquidità non ha determinato alcuna inflazione (anzi dal 2013 siamo entrati in deflazione), per cui sfortunatamente Econopoly (2017) sembra scivolare in un monetarismo, che persino Sinn o la Bundesbak hanno evitato.<sup>57</sup>

---

su 2017a). Certo, non c'è correlazione anno per anno, ma è evidente che quando nel 2011-12 gli investitori stranieri ritiravano capitali dall'Italia (sostituiti da saldi accomodanti T2), quei prestiti erano stati in origine concessi per finanziare disavanzi di partite correnti (Cesaratto 2013). Nella medesima discussione, bella invece la definizione di T2 che dà il sig.r Maurizio Cocucci: "In sostanza è un fido, un credito che una banca centrale concede e garantito dalla Banca Centrale Europea. Si può paragonare per esempio al fido che le banche concedono alla clientela con un limite determinato per coloro che accreditano le loro retribuzioni. La differenza in questo caso è che non c'è un limite prestabilito. Così come il correntista sarà chiamato a saldare l'eventuale fido utilizzato nel caso dovesse decidere di chiudere il conto, anche una banca centrale dell'euro sistema sarà chiamata a saldare (tecnicamente 'regolare') la passività." Target 2 è assimilabile all'apertura un fido in \$ (o DM) all'epoca dei cambi fissi *courtesy of Fed* (o la Buba).

<sup>56</sup> Il suo esempio è della lavatrice Bosch (simile al mio del frigo Bosch), ma evidentemente ambedue orecchiamo qualche esempio dal web.

<sup>57</sup> Nei termini della teoria della preferenza per la liquidità, l'aumento di liquidità da parte della BCE che ha consentito il disinvestimento dai titoli dei paesi periferici ha soddisfatto una aumentata preferenza per la liquidità dovuta alla sfiducia verso quei titoli. La liquidità non si rivolgerà, tuttavia, al consumo (o all'investimento reale): infatti se vi fossero stati bisogni di consumo o di investimento insoddisfatti quella ricchezza sarebbe stata spesa prima. Essa si rivolgerà pertanto verso altri lidi, titoli rifugio o ad alto rendimento come nei paesi emergenti (creando lì instabilità, ma questo esula dal nostro argomento).

**Bracci (2017)** espone una strana procedura di recesso. In sostanza Bracci suggerisce che dopo l'uscita dell'Italia dall'EMU, la Banca d'Italia, una e bina, non ridenomini i conti correnti in nuove lire, ma lasci facoltà ai titolari di mantenerli in euro (questo punto è ispirato da Warren Mosler, il padre fondatore della MMT).<sup>58</sup> Il ministero dell'economia imporrebbe però al contempo il pagamento delle imposte in nuove-lire, e a quel punto una quota cospicua dei depositi verrebbe convertita in nuove-lire. La Banca d'Italia verrebbe così in possesso di un adeguato gruzzoletto di euro con cui regolare i saldi T2. Geniale, no?

Peccato che – a parte i problemi tecnici e giuridici – se il Paese esce dall'euro può pure lasciare i depositi denominati in euro, ma questi non sarebbero veri euro. Provate dopo l'uscita a trasferire via Target 2 il vostro deposito alla DB (come faceva Carlo nella tavola 7). Provateci! L'euro italico non sarà più accettato nell'EMU. Del resto, se lo fosse ancora – ovvero con il meccanismo T2 illustrato nella tavola 7 ancora in funzione – gran parte dei depositi verrebbero portati in Germania, oppure ritirati come banconote (che ovviamente la Banca d'Italia non sarebbe autorizzata a stampare, a meno di comportarsi da falsaria).<sup>59</sup>

A ulteriore dimostrazione che quelli sarebbero falsi euro, senza una banca centrale autorizzata dall'Eurosistema a emettere riserve (per esempio come prestatrice di ultima istanza attraverso il rifinanziamento marginale), non potrebbe funzionare neppure un sistema dei pagamenti interno basato su questi finti euro-depositi. Né funzionerebbe il sistema del credito (in €), in quanto prive di una banca centrale legittimata a emettere riserve, le banche italiane non potrebbero creare credito.

---

<sup>58</sup> La proposta di Mosler per cui un governo uscente dall'UME dovrebbe promettere di mantenere i conti correnti in euro è in Mosler e Pilkington (2011a). Scopo della proposta era di evitare che, nell'attesa di una forzata conversione in una nuova valuta, si verifici una fuga di capitali. Varoufakis (2011) ebbe gioco facile nel criticare questa possibilità: "The banks will run dry and will not be kept open by the ECB. Which means that the only way Ireland or Greece or whoever adopts this plan can keep its banks open is if they are recapitalised in the new domestic currency by the Central Bank. But this means that bank account deposits will, de facto, be converted from euros to the new currency; thus annulling the beneficial measure of no compulsory conversions of bank holdings into the new currency". In un successivo post, Mosler e Pilkington (2011b) accettano la critica.

<sup>59</sup> A T2 si può partecipare anche non partecipando all'UME, ma i saldi T2 vanno regolati costantemente. Una volta fuori dalle regole T2 relative ai Paesi UME, si possono pure denominare i conti correnti in euro, ma non sarebbero veri euro – sarebbe come denominarli in dollari o franchi svizzeri, un inganno ai cittadini.

E infine, in che senso dopo lo scambio dei presunti euro contro lire la Banca d'Italia acquisirebbe riserve in euro fungibili per regolare i saldi T2: vi ricordate la gerarchia delle monete da cui siamo partiti? Le riserve in euro sono emesse dalle banche centrali dell'Eurosistema, non possono scaturire da questo scambio fra presunti euro nei depositi del pubblico e lire emesse dalla Bdl. Dai conti correnti in pseudo euro (ma persino se fossero euro legittimi) non possono scaturire riserve!<sup>60</sup>

**Cattaneo** (2017) nota giustamente come la precisazione di Draghi sulla regolazione dei saldi T2 sia stata una implicita ammissione della reversibilità dell'euro. Per Cattaneo le passività nette T2 non sono un problema per il nostro paese, basta pagarle. Questo può avvenire, per esempio, restituendo alla Bundesbank i titoli di Stato che aveva acquistato per noi e che ora sono nell'attivo della Banca d'Italia, in cui vi sono altre poste fruibili come l'oro. Bene, di tutto ciò non dubitavamo.<sup>61</sup>

Una proposta alternativa, che Cattaneo attribuisce all'ispirazione di Biagio Bossone, è di mantenere in vita Target 2 per i pagamenti verso l'Italia. In sostanza, sembra di capire, la Banca d'Italia finalizzerebbe i pagamenti o trasferimenti dai Paesi dell'UME verso l'Italia accreditando lire nei depositi presso le banche italiane, ottenendo in tal modo una cancellazione di passività Target 2. La tavola 16 simula come esempio di un pagamento di Karl dell'affitto di una stanza AirB&B da Carla in Italia.

---

<sup>60</sup> E' vero che sembra che conti correnti denominati in valute straniere possano esistere – i famosi eurodollari, per esempio. In questo caso in luogo degli euro\$ avremmo euro€. L'origine e la natura di queste "valute" è controversa, e avrebbe dunque poco a che fare con il contesto di cui narriamo, e inoltre dubitiamo che i pagamenti fra banche centrali possano essere regolati sulla loro base.

<sup>61</sup> Cattaneo non si esenta dal ribadire una proposizione di sapore MMT per cui basta stampare lire e offrirle nel mercato delle valute per procacciarsi gli euro per saldare i conti Target 2: "utilizzare la sua ritrovata potestà di emissione monetaria per emettere NL [nuove lire] da convertire in euro sul mercato valutario – con i quali estinguere una parte del saldo verso BCE." Questo farebbe naturalmente crollare il valore delle nuove lire. Peraltro, se bastasse la stampa di lire nella presunzione che essa sia una solida moneta di riserva, allora queste verrebbero direttamente accettate dalla BCE a regolazione dei saldi. Un'altra proposta è di "concordare *swap* di attività con BCE a riduzione del saldo Target2", ovvero la BCE ci dà euro in cambio di lire, e con quegli euro regoliamo i saldi T2: un evidente gioco delle 3 carte, sempre euro dobbiamo alla BCE, prima come T2, ora come *swap*. Infine, si sostiene, si possono prendere i soldi a prestito: "acquisire finanziamenti garantiti dagli attivi", sostituendo un debito con un altro!

		Bundesbank		Banca d'Italia			
		- T2 €	- R € (DB)	- T2 €			
				+R € (MPS)			
		DB		MPS			
		- R €	-Dep. € (Karl)	+R €	+Dep. (Carla)		
Karl						Carla	
-Affitto (a Carla)	-Dep. € (DB)					-Affitto (da Karl)	+Dep. (MPS)

**Tavola 16**

Perfetto, l'Italia può cancellare parte delle passività T2 (e al contempo la Germania cancella parte delle attività T2 invece di esborsare euro, o DM se l'euro non c'è più). *Prof so cosa ora dirà: ma l'Italia perde valuta pregiata utile per le importazioni. Adesso, infatti, T2 funziona a senso unico (o asimmetrico): ora infatti la Germania non accredita più euro alla Bosch se Mario volesse acquistare un frigo Bosch.* Esatto, ma per i nostri amici non c'è problema. Come già osservato in nota, per essi:

Questo [Target 2 *one way*] non vuol dire che in Italia si cesserebbe di effettuare pagamenti in euro verso i paesi che restano nell'Eurozona, per importazioni, investimenti finanziari, o altro. Si continuerebbe, ma previo acquisto della valuta necessaria sul mercato dei cambi (come peraltro si faceva prima dell'euro, e come si fa tuttora per i pagamenti verso i paesi non appartenenti all'Eurozona).

Sicché l'Italia si priverebbe per un significativo periodo di tempo di entrate nette di valuta internazionale per redimere il debito T2 e al contempo potrebbe scambiare lire contro valute di riserva nei mercati internazionali per pagare le importazioni senza grande problema.

*All in all* la proposta di Cattaneo/Mosler/Bossone è di regolare in un qualche modo i saldi T2 (restituendo alla Buba i BTP che aveva comprato per noi durante il QE, indebitandoci altrove, non facendoci pagare le esportazioni e quant'altro) che tanto, male che vada, si emettono lire e si comprano valute pregiate nel mercato, così si saldano gli ulteriori debiti e ci si pagano le importazioni. Buona fortuna. E buona fortuna ai cittadini italiani che vedrebbero la lira colare a picco e l'inflazione aumentare corrispondentemente. Essere genuinamente keynesiani vuol dire non essere ossessionati dal vincolo della scarsità, ma "*Pedro, adelante con juicio*".

## Riferimenti bibliografici

- Banca d'Italia (2016) Manuale della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'Italia", Marzo 2016  
[www.bancaditalia.it/statistiche/manuale\\_bop\\_19mag16.pdf](http://www.bancaditalia.it/statistiche/manuale_bop_19mag16.pdf)
- Banca d'Italia (2017) Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero - Novembre 2016 pdf 1.1 MB Statistiche Data pubblicazione: 19 gennaio 2017  
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bilancia-pagamenti/>
- Bindseil, U. e P.J. König (2011) The economics of TARGET2 balances, SFB 649 Discussion Paper 2011-035, Humboldt University. <https://core.ac.uk/download/pdf/6480445.pdf>
- Bracci, G. (2017), Come rimborsare il saldo TARGET2 in caso di uscita dall'eurozona, <http://www.eunews.it/2017/02/11/regolare-saldo-target2-caso-uscita-dalleurozona/77541>
- Cattaneo, M. (2017) Target2, l'occasione giusta: "pagare il riscatto" per uscire dall'euro, <http://temi.repubblica.it/micromega-online/target2-loccasione-giusta-%e2%80%9cpagare-il-riscatto%e2%80%9d-per-uscire-dall%e2%80%99euro/>
- Cecioni M. e Ferrero G. (2012) Determinants of TARGET2 imbalances, *Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)*, No. 136, available at: [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest\\_ecofin\\_2/qef136;internal&action=setlanguage.action?LANGUAGE=en](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest_ecofin_2/qef136;internal&action=setlanguage.action?LANGUAGE=en)
- Cesaratto, S. (2013) The implications of TARGET2 in the European balance of payment crisis and beyond, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 10 (3), versione working paper: <http://www.deps.unisi.it/it/ricerca/pubblicazioni-deps/quaderni-deps/anno-2013/681the-implications-target2-european-balance;>  
[http://www.networkideas.org/featart/sep2013/fa03\\_TARGET\\_2.htm](http://www.networkideas.org/featart/sep2013/fa03_TARGET_2.htm)
- Cesaratto, S. (2015) Balance of Payments or Monetary Sovereignty? In Search of the EMU's Original Sin – a Reply to Lavoie, *International Journal of Political Economy*, vol. 44, no. 2, WP: Asimmetrie, WP 2014/06 (December), <http://www.asimmetrie.org/wp-content/uploads/2014/12/AISWP201406.pdf>
- Cesaratto, S. (2016) *Sei lezioni di economia – Conoscenze necessarie per capire la crisi più lunga (e come uscirne)*, Imprimatur, Reggio Emilia.
- Cesaratto, S. (2017a), Alternative Interpretation of a Stateless Currency Crisis, *Cambridge Journal of Economics*, <https://doi.org/10.1093/cje/bew065>, versione WP: [Working paper DEPS 735/2016](http://www.asimmetrie.org/wp-content/uploads/2014/12/AISWP201406.pdf)
- Cesaratto, S. (2017b) The nature of the eurocrisis. A reply to Febrero, Uxò and Bermejo, *Review of Keynesian Economics*, in preparazione.
- Cesaratto, S. (2017c), Initial and Final Finance in the Monetary Circuit and the Theory of Effective Demand, *Metroeconomica*, Volume 68, Issue 2, pp. 228–258; doi: 10.1111/meca.12132, [onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/meca.12132/pdf](http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/meca.12132/pdf)
- Clericetti, C. (2017) I debiti dell'Italia e la svolta di Draghi, <http://clericetti.blogautore.repubblica.it/2017/01/30/i-debiti-dellitalia-e-la-svolta-di-draghi/>



- CSEPI (2017) Le minacce di Draghi e il sistema Target2: la parola agli esperti, <http://www.csepi.it/index.php/pubblicazioni/8-economia/92-le-minacce-di-draghi-e-il-sistema-target2-la-parola-agli-esperti>
- Cour-Thimann, P. (2013), Target Balances and the crisis in the Euro Area, CESifo Forum, vol.14 (april).
- De Grauwe, P e Y Ji (2012a) How Germany can avoid wealth losses if the Eurozone breaks up: Limit conversion to German residents, VoxEU.org, 18 September.
- De Grauwe, P. e Yuemei Ji (2012b) TARGET2 as a scapegoat for German errors, VoxEU.org, <http://voxeu.org/article/target2-scapegoat-german-errors>
- De Grauwe, P and Y Ji (2012c), What Germany should fear most is its own fear: An analysis of Target2 and current account imbalances, VoxEU.org, <https://www.ceps.eu/publications/what-germany-should-fear-most-its-own-fear-analysis-target2-and-current-account>
- Deutsche Bundesbank (2011), *Annual Report 2011*, [www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Annual\\_Report/2011\\_annual\\_report.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Annual_Report/2011_annual_report.pdf?__blob=publicationFile)
- Dor, E. (2016) Explaining the Surge of TARGET2 Liabilities in Italy: Less Simple than the ECB's Narrative, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2860545](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2860545)
- Draghi, M. (2016) Letter from the ECB President to Mr Marco Valli and Mr Marco Zanni ... , <https://www.ecb.europa.eu/home/search/html/index.en.html?q=+Draghi+zanni>
- Durand, C. and Villemot, S., Balance sheets after the EMU: an assessment of the redenomination risk, No 2016-31, Documents de Travail de l'OFCE, <http://econpapers.repec.org/paper/fcedoctra/1631.htm>
- Econopoly (2017), Le acque inesplorate del Target 2 (in caso di uscita dall'euro), *Econopoly*, 11 febbraio 2017, [http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/02/11/le-acque-inesplorate-del-target-2-uscita-euro/?uuid=96\\_xoeLNre7](http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/02/11/le-acque-inesplorate-del-target-2-uscita-euro/?uuid=96_xoeLNre7)
- Erlor, A. e Hohberger, S. (2014) The real costs and profits of TARGET 2 balances Discussion Paper 02-14, Universität Bayreuth, Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Wirtschaftswissenschaftliche Diskussionspapiere, [www.fwiwi.uni-bayreuth.de/de/download/WP\\_02-14.pdf](http://www.fwiwi.uni-bayreuth.de/de/download/WP_02-14.pdf)
- Evans-Pritchard, A. (2017) Unpayable debts and an existential EU financial crisis - are eurozone central banks still solvent?, *Daily Telegraph*, 23 febbraio.
- Fazi, T. (2017) Draghi e la "fake news" sul TARGET2 - È vero che per uscire dall'euro bisogna prima saldare i debiti TARGET2? Non proprio. Oneuro, <http://www.eunews.it/2017/01/28/draghi-e-la-fake-news-sul-target2/76363>
- Febrero, E. e J. Uxó. 2013. Understanding TARGET2 imbalances from an endogenous money view, Working paper DT-DAEF 2013/2, University of Castilla-La Mancha.
- Febrero, E.; Uxó, J.; Bermejo, F. (2016) The financial crisis in the Euro Zone. A balance of payments crisis with a single currency? DT-DAEF 2016/1, [www.uclm.es/dep/daef/.../DT-2016/2016-1%20DT-DAEF.pdf](http://www.uclm.es/dep/daef/.../DT-2016/2016-1%20DT-DAEF.pdf)
- Gros, D. (2015) The Eurozone crisis as a sudden stop: It is the foreign debt which matters, VoxEU.org, <http://voxeu.org/article/eurozone-crisis-and-foreign-debt>

- Handig, M. and Holzfeind, R. (2007), "[Euro banknotes in circulation and the allocation of monetary income within the Eurosystem](#)", Monetary Policy & Economy Q1.
- Jobst, C. (2011) A balance sheet view on TARGET – and why restrictions on TARGET would have hit Germany first, VoxEU.org, <http://voxeu.org/article/should-target-balances-be-restricted>
- Lenzi, F. (2017) Che cosa ha detto veramente Draghi nella famosa lettera a Valli e Zanni, [http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/01/26/che-cosa-ha-detto-veramente-draghi-nella-famosa-lettera-a-valli-e-zanni/?uuid=96\\_iMdtvL5r](http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/01/26/che-cosa-ha-detto-veramente-draghi-nella-famosa-lettera-a-valli-e-zanni/?uuid=96_iMdtvL5r)
- Mediobanca (2017, Re-denomination risk down as time goes by, 19 January 2017.
- Milani C. (2017) Euro, il Target 2 è la punta dell'iceberg, *Econopoly*, [http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/01/26/euro-barca-nel-mare-in-tempesta/?uuid=96\\_AVuTZnm5](http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/01/26/euro-barca-nel-mare-in-tempesta/?uuid=96_AVuTZnm5)
- Minenna M. (2017a) 2017 l'anno della svolta: fuori dall'euro o dentro ma con nuove regole, [http://www.glistatigenerali.com/istituzioni-ue\\_macroeconomia/2017-lanno-della-svolta-fuori-dalleuro-o-dentro-ma-con-nuove-regole/](http://www.glistatigenerali.com/istituzioni-ue_macroeconomia/2017-lanno-della-svolta-fuori-dalleuro-o-dentro-ma-con-nuove-regole/)
- Minenna, M. (2017b) La fuga di capitali dall'Italia e il conto salato di Draghi - Gli Stati Generali, [http://www.glistatigenerali.com/banche\\_macroeconomia/target2-la-fuga-di-capitali-ed-il-conto-salato-di-draghi/](http://www.glistatigenerali.com/banche_macroeconomia/target2-la-fuga-di-capitali-ed-il-conto-salato-di-draghi/)
- Mosler, W. e Pilkington P. (2011a) A Credible Eurozone Exit Plan, <http://www.nakedcapitalism.com/2011/11/moslerpilkington-a-credible-eurozone-exit-plan.html>
- Mosler, W. e Pilkington P. (2011b) Response to Yanis Varoufakis Regarding Our Eurozone Exit Plan, <http://www.nakedcapitalism.com/2011/12/moslerpilkington-response-to-yanis-varoufakis-regarding-our-eurozone-exit-plan.html>
- Praet (2016) Remarks at the BNYM 20th anniversary dinner on the dynamics of TARGET2 balances and monetary policy implementation, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160915.en.html>
- Sinn, H.W (2011) Die riskante Kreditersatzpolitik der EZB, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 4 May, p. 10. English translation: The ECB's stealth bailout, VoxEU.org, 1 June.
- Sinn, H.W. (2012), TARGET Losses in case of a euro breakup, VoxEU.org, 22 October.
- Sinn, H.W. (2017), 4 riforme indispensabili per far funzionare l'UE, [http://vodicallagermania.blogspot.it/2017/04/la-necessaria-riforma-dellue-secondo.html?utm\\_source=feedburner&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=Feed:+VociDallaGermania+\(Voci+dalla+Germania\)](http://vodicallagermania.blogspot.it/2017/04/la-necessaria-riforma-dellue-secondo.html?utm_source=feedburner&utm_medium=email&utm_campaign=Feed:+VociDallaGermania+(Voci+dalla+Germania))
- Ramanan (2011) Who Is Germany?, <http://www.concertedaction.com/2011/12/18/who-is-germany/>
- Ramanan (2012a) Downplaying TARGET2 Imbalances, <http://www.concertedaction.com/2012/06/13/downplaying-target2-imbbalances/>
- Ramanan (2012b) Deutsche Bundesbank's TARGET2 Claims: Again! <http://www.concertedaction.com/2012/03/22/deutsche-bundesbanks-target2-claims-again/>

- Ramanan 2012c Why Paul De Grauwe Is Wrong About TARGET2,  
<http://www.concertedaction.com/2012/09/17/why-paul-de-grauwe-is-wrong-about-target2/>
- Ramanan (2016) Euro Area NCBs' TARGET2 Balance As Cumulative Accommodating Item In The Balance Of Payments, <http://www.concertedaction.com/2016/12/03/euro-area-ncbs-target2-balance-as-cumulative-accommodating-item-in-the-balance-of-payments/>
- Terzi, A. (2017) Chi vuole uscire dall'euro passi prima alla cassa,  
<http://www.lavoce.info/archives/44882/ma-il-saldo-target2-e-lultimo-dei-nostri-problemi/>
- Terzi, A. (2017) Tutto quello che c'è da sapere sul Target2,  
<http://www.lavoce.info/archives/44879/tutto-quello-che-ce-da-sapere-sul-target2/>
- Varoufakis, Y. (2011) Abandoning a sinking ship? A plan for leaving the euro  
<https://www.yanisvaroufakis.eu/2011/11/27/abandoning-a-sinking-ship-a-plan-for-leaving-the-euro/>
- Karl Whelan (2013), TARGET2 and Central Bank Balance Sheets University College Dublin New Draft March 17, 2013 [www.karlwhelan.com/Papers/T2Paper-March2013.pdf](http://www.karlwhelan.com/Papers/T2Paper-March2013.pdf)
- Whittaker, J. (2016) Eurosystem debts do matter, Lancaster University, management School, MPRA Paper no. 69235, University Library of Munich, Germany,  
<https://ideas.repec.org/p/pramprapa/69235.html>
- Whittaker, J. (2011) Eurosystem debts, Greece, and the role of banknotes, Lancaster University, Management School, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1968353](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1968353)

**Allegato: La lettera di Draghi**

Francoforte sul Meno, 18 gennaio 2017

L/MD/17/34

Oggetto: Interrogazione con richiesta di risposta scritta QZ-120

Onorevole Valli, Onorevole Zanni,

ringrazio dell'interrogazione che mi è stata trasmessa con lettera dell'8 dicembre 2016 da Roberto Gualtieri, Presidente della Commissione per i problemi economici e monetari.

Come ho avuto modo di spiegare nella risposta all'Onorevole Markus Ferber il 28 novembre 2016, il recente incremento dei saldi Target2 riflette in prevalenza i flussi di liquidità derivanti dal Programma di acquisto di attività (PAA) della BCE. I saldi Target2 sono cresciuti dopo l'avvio del PAA in parte a causa di fattori tecnici relativi alla struttura dei mercati finanziari. In particolare, i servizi di regolamento sono concentrati in alcune piazze finanziarie. I pagamenti transfrontalieri da parte delle banche centrali nazionali (BCN) per i titoli acquisiti nell'ambito del PAA determinano variazioni dei saldi Target2 durante l'attuazione della politica monetaria. Quasi l'80% delle obbligazioni acquisite dalle BCN nel quadro del PAA è stato ceduto da controparti non residenti nello stesso paese della BCN acquirente e circa la metà degli acquisti è stata effettuata da controparti situate all'esterno dell'area dell'euro, che per lo più accedono al sistema di pagamento Target2 soprattutto tramite la Deutsche Bundesbank. Ne è risultato pertanto un incremento del saldo Target2 della Deutsche Bundesbank nei confronti della BCE. Questo particolare meccanismo

è illustrato in maggiore dettaglio nel nostro Bollettino economico e nel Monthly Report della Bundesbank

In aggiunta, i saldi Target2 sono rimasti elevati poiché la liquidità creata dal nostro PAA si è concentrata soprattutto in certi paesi. Questo fenomeno riflette la struttura finanziaria dell'area dell'euro, in cui le banche con modelli imprenditoriali in grado di attrarre maggiori disponibilità liquide sono in genere situate in pochi centri finanziari. Guardando oltre l'attuazione della nostra politica monetaria, gli acquisti nel contesto del PAA incoraggiano i venditori di tali attività a riequilibrare i loro portafogli. Poiché essi intraprendono anche altre forme di investimento o acquistano altri titoli, ivi compresi quelli di non residenti, vengono creati ulteriori flussi di liquidità, che contribuiscono a mantenere elevati i saldi Target2.

L'attuale tendenza al rialzo dei saldi è quindi distinta dall'aumento osservato da metà 2007 a fine 2008 e, nuovamente, da metà 2011 a metà 2012. L'incremento dei saldi Target2 in questi periodi era riconducibile alle tensioni e alla frammentazione dei mercati dovute alla crisi finanziaria e del debito sovrano. Perdendo la possibilità di finanziarsi sul mercato, le banche di alcuni paesi hanno sostituito le fonti di provvista private con la liquidità di banca centrale ottenuta dalle rispettive BCN tramite operazioni di pronti contro termine. La successiva redistribuzione di questa liquidità, che ha risentito pesantemente delle tensioni di mercato, ha determinato una crescita dei saldi Target2. Tuttavia, il loro attuale incremento non è sintomatico di maggiori tensioni ed è quindi intrinsecamente diverso dai precedenti aumenti. Di conseguenza, i saldi Target2 non sono, per loro natura, indicatori di una frammentazione dei mercati, né necessariamente di squilibri suscettibili di influire sulle variabili macroeconomiche fondamentali di un paese. La BCE continua a seguire attentamente l'evoluzione dei saldi Target2.

Se un paese lasciasse l'Eurosistema, i crediti e le passività della sua BCN nei confronti della BCE dovrebbero essere regolati integralmente.

Colgo l'occasione per porgere i miei migliori saluti.

Mario Draghi